COMMISSION
DES VALEURS MOBILIÈRES
DU QUÉBEC

Rapport
d'activités
1986-1987

Monsieur Pierre Lorrain
Président de l'Assemblée nationale
Hôtel du Gouvernement
Québec

Monsieur le Président,

J'ai l'honneur de vous transmettre le rapport d'activités de la Commission des valeurs mobilières du Québec pour l'exercice qui a pris fin le 31 mars 1987.

Ce rapport rend compte de l'ensemble des activités de la Commission et contient de nombreux renseignements d'intérêt public.

Je vous prie d'agréer, Monsieur le Président, l'expression de mes sentiments les meilleurs.

Le ministre délégué aux Finances
et à la Privatisation

Pierre Fortier

Québec, juin 1987

Note: Au cours de l'exercice 1986-1987, les ministres suivants ont été responsables de l'application de la Loi sur les valeurs mobilières: M. Gérard D. Levesque, ministre des Finances et, depuis le 20 août 1986, M. Pierre Fortier, ministre délégué aux Finances et à la Privatisation.

Monsieur Pierre Fortier
Ministre délégué aux Finances
et à la Privatisation
Hôtel du Gouvernement
Québec

Monsieur le Ministre,

J'ai l'honneur de vous transmettre le rapport d'activités de la Commission des valeurs mobilières du Québec pour l'exercice qui a pris fin le 31 mars 1987.

Ce rapport rend compte de l'ensemble des activités de la Commission et contient de nombreux renseignements d'intérêt public.

Je vous prie d'agréer, Monsieur le Ministre, l'expression de mes sentiments les plus respectueux.

Le président

Paul Guy

Montréal, juin 1987

TABLE DES MATIÈRES

Avant-propos

Introduction

Organigramme de la Commission

Partie I
Les sociétés et les porteurs de titres

A. Les placements

1. Vue d'ensemble

. Les actions ordinaires
. Les actions subalternes
. Les actions privilégiées
. Les parts
. Les titres d'emprunt
. Le Régime d'épargne-actions du Québec

2. Questions particulières

. Les actions subalternes
. Les prévisions financières
. L'Instruction générale n° Q - 3 sur les options
. Projet d'instruction générale canadienne sur les fonds communs de placement et les sociétés d'investissement à capital variable

B. Les offres publiques

1. Vue d'ensemble

2. Questions particulières

. L'élaboration d'une réglementation uniforme

C. L'information sur les valeurs en circulation

1. Vue d'ensemble

2. Questions particulières

. Les déclarations d'initiés
. Projet de fusion du rapport annuel et de la notice annuelle

Partie II
Le marché des valeurs mobilières

A. Le fonctionnement du marché boursier et les organismes d'autoréglementation

1. Vue d'ensemble

2. Questions particulières

. La Bourse de Montréal
. Les chambres de compensation

B. Les intermédiaires

1. Vue d'ensemble

2. Questions particulières

. Les nouveaux venus
. La propriété des maisons de courtiers
. La planification financière
. Le cumul d'activités en valeurs mobilières
. Les centres financiers internationaux
. Le cadre normatif de l'activité des professionnels
. La surveillance de l'activité des professionnels

Partie III
Les communications

La promotion

Les publications

Les demandes de renseignements

Annexe I
Titulaires des fonctions de direction au 31 mars 1987

Annexe II
Avis

1. Les sociétés et les porteurs de titres

   - Publicité avant le visa du prospectus provisoire: avis du 20 juin 1986

   - Inobservation des délais prévus pour le dépôt des états financiers et du rapport annuel: avis du 1er août 1986

2. Le marché des valeurs mobilières

   - Utilisation de l'effet de levier lors d'achat de titres d'organismes de placement collectif: avis du 5 septembre 1986

Annexe III
Décisions

1. Les sociétés et les porteurs de titres

- L'appel public public à l'épargne

. Affaire Entreprises Globex Inc. (décision n° 7710)
. Affaire Mercurium Inc. (décision n° 7984)
. Sollicitation par le preneur ferme avant le visa du prospectus provisoire (décision n° 8058)

- Régimes particuliers

. Contrats à terme sur lesquels les opérations à terme peuvent porter (décision n° 7712)
. Prospectus simplifié de la société d'investissement à capital variable ou du fonds commun de placement (décision n° 7734)

- L'information sur les valeurs mobilières

. Dispense de rapport annuel pour les sociétés en commandite et les émetteurs non constitués en société (décision n° 7905)
. Déclarations d'initiés (décision n° 8059)

- Les offres publiques

. Offre publique d'achat de Gulf Canada Corporation sur Hiram Walker Resources Limited (décision n° 7759)
. Offre publique d'achat de 2434-5860 Québec Inc. sur les actions ordinaires du Groupe Prêt et Revenu (décision n° 7829)
. Offre publique d'achat de Cascades Inc. sur les actions catégorie A et catégorie B de Rolland Inc. (décision n° 8112)
. Offre publique d'achat de C.T.C. Dealer Holdings Limited sur les actions ordinaires de la Société Canadian Tire, Limitée, Alfred W. Billes, David G. Billes et Martha Gardiner-Billes (décision n° 8093)

2. Le marché des valeurs mobilières

- L'inscription

  . Affaire Guy Shedleur (décision n° 8010)
  . Affaire La Corporation Financière Réelle (décision n° 8127)
  . Affaire Services Informatiques Iceberg International Inc. et Systèmes Financiers Iceberg Inc. (décision n° 8128)

- Mesures disciplinaires

  . Affaires NFBC Centre National de Courtage Financier Inc. (décision n° 7761)
  . Affaire Henri Bouchard (décision n° 7957)

Avant-propos

L'exercice clos le 31 mars s'est caractérisé par une très forte croissance de l'activité des marchés financiers, ce qui a entraîné un accroissement correspondant d'activité pour les services de la Commission.

Quelques chiffres illustrent amplement cet accroissement considérable. Le nombre de visas de prospectus (à l'exclusion des placements faits par des fonds d'investissement et par des organismes publics) est passé de 172 en 1984 à 290 en 1985 et 420 en 1986. Le nombre des représentants inscrits auprès de la Commission a progressé du 2 646 en mars 1985 à 3 186 en mars 1986 et à 4 488 en mars 1987; le nombre d'inscriptions nouvelles de représentants, qui était de 964 au cours de l'exercice précédent, atteint 1 920 au cours de l'exercice 1986-1987.

Le regain d'activité des marchés financiers, s'il manifeste une vigueur réjouissante de ce secteur de notre économie, a demandé un surcroît d'effort de tous les services de la Commission, afin d'assurer une surveillance efficace, nécessaire pour soutenir la confiance grandissante des épargnants à l'égard de l'investissement en valeurs mobilières.

Introduction

La structure

La Commission des valeurs mobilières du Québec a été créée en 1955 par l'Assemblée nationale: elle a été continuée par la nouvelle Loi sur les valeurs mobilières.

La Commission a pour mission de favoriser le bon fonctionnement du marché des valeurs tout en assurant la protection des épargnants. Elle régit l'information que les sociétés qui font publiquement appel à l'épargne, doivent donner à leurs porteurs de titres et au public. Elle doit aussi encadrer l'activité des professionnels du marché des valeurs, des associations qui les regroupent et des organismes chargés d'assurer le fonctionnement d'un marché de valeurs mobilières. Cet organisme relève du ministre délégué aux Finances et à la Privatisation.

La Commission

La Commission est composée de sept membres, dont le président, M. Paul Guy, et deux vice-présidents, M. Roland Côté et M. Maurice Cusson, qui exercent leurs fonctions à temps plein. Les autres membres de la Commission sont, au 31 mars 1987, M. Gérard M. Beaulieu, M. Pierre Dussault et M. Gilles Nadeau. Ces derniers exercent leurs fonctions à temps partiel et proviennent des milieux des affaires, de la finance et de l'université.

Les membres de la Commission se réunissent régulièrement pour rendre des décisions sur toute affaire instruite devant elle et pour établir la politique de la Commission. Ils peuvent aussi réviser une décision prise par un membre de son personnel ou par un organisme d'autoréglementation.

L'organisation administrative

Trois directions sont chargées de l'application de la Loi.

La Direction de l'information est responsable de l'appel public à l'épargne, des offres publiques, ainsi que de l'information sur les émetteurs assujettis et sur leurs valeurs.

La Direction de l'encadrement du marché assure, quant à elle, l'inscription des courtiers, des conseillers en valeurs, ainsi que de leurs représentants. Elle s'occupe aussi des relations avec les organismes d'autoréglementation, de la surveillance du marché hors cote et du contrôle de l'activité des personnes inscrites.

Enfin, la Direction des affaires juridiques assume le rôle de conseil juridique auprès du personnel de la Commission, dirige les enquêtes et les poursuites intentées par la Commission.

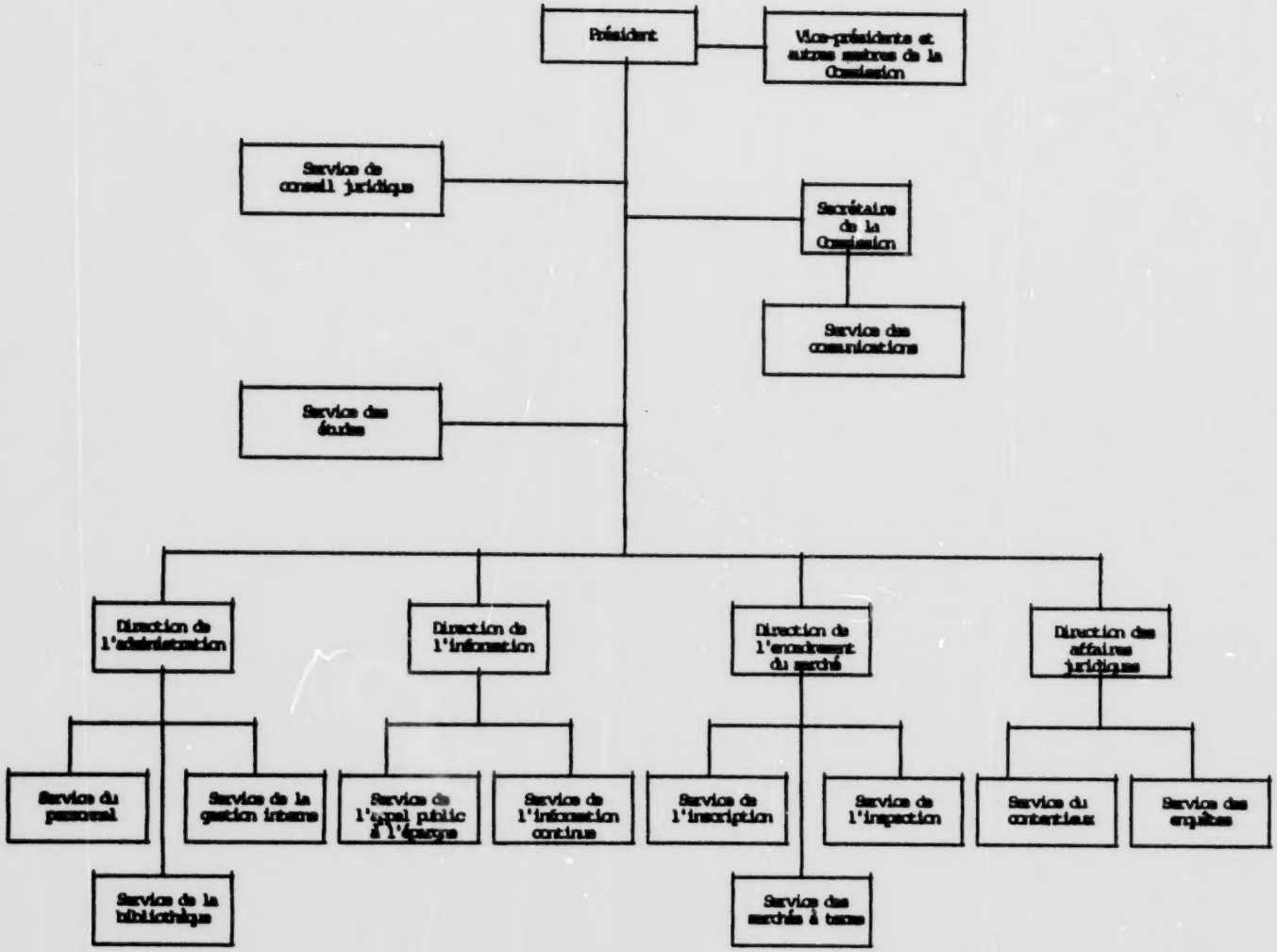
Le secrétaire de la Commission est chargé notamment des relations entre la Commission et les divers publics. Ainsi, relève de lui le Service des communications.

Le Service de conseil juridique joue le rôle de conseil juridique directement auprès des membres de la Commission.

Le Service des études reçoit des mandats de la Commission et des directions et assume notamment les recherches sur des thèmes variés, reliés au domaine des valeurs mobilières.

Les activités de soutien sont regroupées dans la Direction de l'administration. Cette direction regroupe le personnel, la gestion interne et la bibliothèque.

Organigramme de la Commission des valeurs mobilières



Partie I

Les sociétés et les porteurs de titres

A. Les placements

1. Vue d'ensemble

En 1986, la Commission a visé des prospectus pour le placement de 420 émissions,[1] par rapport à 290 en 1985 et 172 en 1984. En volume, le nombre de prospectus visés a donc plus que doublé en deux ans. En valeur, la croissance est encore plus prononcée: de 6,782 milliards de dollars en 1984, on est passé à 12,114 milliards en 1985 et à 17,834 milliards de dollars en 1986, soit une croissance de plus de 160 % en trois ans. Les épargnants du Québec ont souscrit 22,7 % de ces émissions en 1986, soit une somme de 4,046 milliards de dollars, en hausse de 78 % par rapport à 1985; l'an dernier, ils avaient souscrit 18,8 % des émissions pour une valeur de 2,277 milliards de dollars.

Les actions ordinaires

L'importance des actions ordinaires relativement aux autres types de valeurs continue de progresser. De 6,6 % en 1984, leur part dans l'ensemble des émissions est passée à 17,6 % en 1985, puis à 21,4 % en 1986. Les épargnants du Québec ont souscrit une proportion significativement plus faible des actions ordinaires en 1986 (24,5 %) qu'en 1985 (30,1 %). L'émission d'unités composées principalement d'actions ordinaires a connu également une hausse importante de 80 % au plan du volume et de 50 % au plan de la valeur. Les deux types de valeurs combinés représentent près du tiers du montant total des émissions ayant reçu le visa de la Commission. En termes de la valeur souscrite par les épargnants du Québec, cela représente plus de 1,5 milliard de dollars en 1986 comparativement à 790 millions de dollars en 1985.

---

1. Le chiffre indiqué ne comprend pas les placements faits par les fonds communs de placement et les sociétés d'investissement à capital variable ni les placements faits par les États et les organismes publics.

Les actions subalternes

Le recours aux actions subalternes a augmenté de façon marquée en 1986. Trente-neuf placements d'actions subalternes ont été réalisés en 1986, contre seulement dix en 1985. Au plan de la valeur de ces émissions, la croissance dépasse 300 %. Toutefois, l'importance relative des actions subalternes par rapport à l'ensemble des valeurs placées demeure modeste, à 6,8 %. En 1986, les épargnants du Québec en ont acquis plus de 846 millions de dollars si l'on compte les unités composées principalement d'actions subalternes comparativement à seulement 218 millions de dollars en 1985.

Les actions privilégiées

La valeur des émissions d'actions privilégiées est demeurée stable en 1986, alors que leur nombre a légèrement régressé. Par contre, la part de ce type de valeur dans l'ensemble des émissions a continué de chuter: elle est passée de 50 % en 1984 à 38 % en 1985 pour terminer l'année 1986 à 26 %. La hausse presque ininterrompue des cours boursiers explique en partie ce déclin. La forte croissance du multiple cours-bénéfices encourage les sociétés à émettre des actions ordinaires plutôt que des actions privilégiées.

Les parts

Le nombre d'émission de parts a augmenté fortement en 1986, mais la croissance en valeur est moins marquée. L'augmentation de 50 % du volume d'émissions correspond à une hausse de 32 % de la valeur.

Les titres d'emprunt

Le nombre de prospectus offrant des titres d'emprunt a diminué fortement en 1986, mais la valeur totale de ces émissions a connu une croissance de près de 60 %. Si on inclut les unités composées principalement de titres d'emprunt, ce pourcentage atteint 66 %. Relativement à l'ensemble des valeurs émises, les titres d'emprunt représentent 21 % du montant total émis, comparativement à 18,5 % en 1985.

Tableau I

Émissions placées en 1985 et 1986[1]

Valeur	Nombre d'émissions	Montant (000 $)	% de la valeur totale	% placé au Québec
Actions ordinaires	117 (69)	3 816 483 (2 133 923)[R]	21,4 (17,6)	24,5 (30,1)
Actions subalternes	39 (10)	1 216 729 (279 137)[R]	6,8 (2,3)	48,8 (39,1)
Reçus de dépôt[2]	6 (7)	32 502 (24 329)	0,2 (0,2)	62,4 (84,2)
Actions privilégiées	49 (57)	4 632 112 (4 630 956)	26,0 (38,2)	15,8 (15,6)
Parts[3]	48 (32)	892 114 (675 692)	5,0 (5,6)	42,6 (19,2)
Emprunts	28 (38)	3 524 675 (2 218 531)	19,8 (18,3)	10,0 (16,1)
Unités[4] composées principalement:				
. Actions ordinaires	54 (30)	1 849 342 (1 231 192)	10,4 (10,2)	33,4 (12,0)
. Actions subalternes	15 (4)	261 235 (108 963)	1,5 (0,9)	96,6 (100,0)
. Reçus de dépôt	29 (28)	43 406 (55 569)	0,2 (0,5)	95,1 (59,7)
. Actions privilégiées	4 (2)	368 002 (181 000)	2,0 (1,5)	6,0 (18,4)
. Parts	3 (5)	70 880 (57 907)	0,4 (0,5)	12,6 (16,8)
. Emprunts	2 (1)	200 000 (30 156)	1,1 (0,2)	20,6 (56,5)
. Divers	20 (4)	569 230 (425 956)	3,2 (3,5)	15,9 (100,0)
Autres valeurs[5]	6 (3)	357 224 (60 950)	2,0 (0,5)	9,9 (6,2)
Ensemble des valeurs	420 (290)	17 833 934 (12 114 261)[R]	100,0 (100,0)	22,7 (18,8)

R: Révisé.

1. Le chiffre du haut est celui de 1986 et le chiffre placé entre parenthèses est celui de 1985.

2. Les reçus de dépôt donnent le droit de recevoir des actions ordinaires en contrepartie des sommes dépensées à titre de frais d'exploration au Canada.

3. Cette catégorie comprend essentiellement des parts de sociétés en commandite et des parts de productions cinématographiques.

4. Les unités sont généralement composées principalement d'une valeur correspondant à l'un des six types de valeurs décrites plus haut. Les unités composées d'une valeur d'un type différent des précédents ou d'une combinaison de plusieurs types de valeurs sont classées sous la rubrique "Divers".

5. Les émissions classées sous cette rubrique consistent en des droits ou des bons de souscription d'actions ordinaires, subalternes ou privilégiées ou autres (par exemple des droit d'achat d'or).

Le Régime d'épargne-actions du Québec

Le Québec a connu une activité sans précédent dans le cadre du Régime d'épargne-actions en 1986. En effet, la valeur des placements admissibles au Régime a atteint 1,746 milliard de dollars, soit une augmentation de 37 % par rapport à 1985 et de 144 % par rapport à 1984. Cette croissance correspond à une augmentation de 60 % du nombre de placements, 134 en 1986 contre 85 en 1985. Il est à noter également que 15 prospectus ont été retirés par l'émetteur en cours d'analyse et plusieurs ont fait l'objet de modifications afin d'augmenter l'attrait des titres placés.

Cette forte progression de la valeur des placements est entièrement attribuable aux placements avec prospectus qui ont connu une croissance de 95 %, 1,532 milliard de dollars en 1986 pour 126 placements par 125 sociétés. Au cours de cette période 97 sociétés ont réalisé leur premier appel public à l'épargne.

Les sociétés intermédiaires, dont l'actif se situe entre 25 millions et 1 milliard de dollars, ont été les plus actives en plaçant au Québec 871 millions de dollars lors de 44 appels publics à l'épargne. En termes de valeur, il s'agit d'une augmentation de plus de 225 %. Les sociétés en voie de développement, c'est-à-dire celles dont l'actif se situe entre 2 et 25 millions de dollars, ont procédé quant à elles à 77 placements pour une valeur de 450 millions de dollars, soit près du double de l'année dernière. Seules les sociétés importantes, ayant un actif de 1 milliard de dollars et plus, présentent une légère diminution de la valeur de leurs placements en 1986, mais elles ont réalisé deux fois moins de placements.

Cette progression tant dans le nombre que dans la valeur des placements réalisés avec prospectus contraste nettement avec les résultats obtenus dans le cas de placements sans prospectus, par l'intermédiaire de plans de réinvestissement de dividendes ou de souscription d'actions auprès des porteurs, où nous notons la plus faible participation depuis 1983. La valeur des placements ainsi réalisés se chiffre à 214 millions de dollars, comparativement à 484 millions de dollars en 1985.

Plus de la moitié de ces 214 millions de dollars a été collectée par les deux sociétés ayant recueilli le plus de fonds par ce moyen: Entreprises Bell Canada et la Banque Royale du Canada.

Les sociétés importantes rendent compte, en 1986, de 23 % des fonds collectés par l'entremise du Régime alors que la proportion s'établissait à 55 % en 1985 et à 72 % en 1984.

Cette diminution substantielle dans la valeur placée confirme l'impact de la modification aux règles du Régime d'épargne-actions limitant à 1 000 $ la déduction fiscale rattachée aux sociétés importantes.

Une autre modification aux règles du Régime a eu un impact important sur la structure des placements par prospectus. Ainsi, depuis le 1er mai 1986, 79 sociétés ont réservé une portion du placement à leurs dirigeants et salariés, les faisant bénéficier d'une déduction supplémentaire de 25 % de la valeur des titres.

L'année 1986 a vu naître également une nouvelle forme de rémunération pour les intermédiaires qui, de plus en plus, acceptent une rémunération combinée. Ainsi, 41 sociétés ont consenti, en plus d'une rémunération en espèces, des options ou des droits de souscription à leurs preneurs fermes.

Tableau II

Placements au Québec d'actions admissibles au Régime d'épargne-actions en 1985 et 1986[1]

	Placements avec prospectus		Plans de réinvestissement de dividendes et de souscription d'actions		Ensemble des placements	
Sociétés	Nombre de placements	Montant (000 $)	Nombre de placements	Montant[2] (000 $)	Nombre de placements	Montant (000 $)
Actif supérieur à 1 000 000 000 $	4 (8)	210 191 (243 937)	7 (8)	192 064 (459 035)	11 (16)	402 255 (702 972)
Actif compris entre 25 000 000 $ et 1 000 000 000 $	44 (12)	871 081 (267 702)	1 (1)	22 000 (25 000)	45 (13)	893 081 (292 702)
Actif compris entre 2 000 000 $ et 25 000 000 $	77 (52)	449 661 (261 515)	— —	— —	77 (52)	449 661 (261 515)
Autres sociétés	1 (4)	1 120 (15 588)	—	—	1 (4)	1 120 (15 588)
Ensemble des sociétés	126 (76)	1 532 053 (788 742)	8 (9)	214 064 (484 035)	134 (85)	1 746 117 (1 272 777)

1. Le chiffre du haut est celui de 1986 et le chiffre placé entre parenthèses est celui de 1985.

2. Valeurs estimatives.

2. Questions particulières

Les actions subalternes

Au cours de l'année 1986, malgré la controverse soulevée par les actions subalternes, un nombre toujours croissant d'émetteurs ont opté pour ce type de valeurs. Dans le cadre du Régime d'épargne-actions, 36 émissions sur un total de 126 ont été des émissions d'actions subalternes, représentant à elles seules plus de 40 % de la valeur des titres émis dans le cadre du Régime. Ce pourcentage est en hausse par rapport au pourcentage de l'année 1986 et rien ne laisse deviner, à l'heure actuelle, une diminution de ce type d'actions.

Pour chacune de ces émissions d'actions subalternes faites dans le cadre du Régime d'épargne-actions, la Commission a dû se prononcer sur les clauses de protection dans le cas d'offre publique visant les actions à droits de vote multiples. Les clauses contenues aux statuts sont souvent complexes et bien que leur rédaction vise à garantir aux porteurs d'actions subalternes un traitement équitable, il n'y a aucune assurance qu'une situation ne se présentera pas pour laquelle les clauses de protection seraient inopérantes. Ce fait ainsi que d'autres continuent de retenir l'attention de la Commission, qui suit de près l'évolution de ce type de valeurs.

Les prévisions financières

La majorité des sociétés qui ont procédé à un premier appel public à l'épargne au cours de 1986 ont présenté, dans leur prospectus, des prévisions financières. Bien qu'aucune étude exhaustive n'ait été menée jusqu'à maintenant, il semble que les résultats réels de plusieurs de ces sociétés soient inférieurs aux résultats ayant été présentés dans les prévisions financières contenues au prospectus.

Cette situation préoccupe grandement la Commission qui, bien que consciente du besoin exprimé par plusieurs émetteurs de présenter des résultats prévisionnels dans le prospectus, s'interroge sur le rôle et la responsabilité du vérificateur dans l'élaboration de ces prévisions.

L'Instruction générale n° Q - 3 sur les options

Certaines règles énoncées à l'Instruction générale n° Q - 3 ont été révisées en cours d'année de manière à en harmoniser l'application avec les règles de la Bourse de Montréal. Ainsi, dans le cas d'une société qui n'est pas inscrite à la Bourse de Montréal, les options peuvent désormais être consenties pour une période de 10 ans en remplacement de la période de cinq ans antérieurement en vigueur. De même, le total des actions pouvant être réservées pour les options, les plans d'options et les plans de souscription est passé de 5 % à 10 % des actions émises de la même catégorie.

L'Instruction générale n° Q - 3 précise maintenant que, lors d'un premier appel public à l'épargne au moyen d'un prospectus, les options octroyées avant l'inscription en bourse ne peuvent comporter un prix de levée inférieur au prix d'offre établi dans le prospectus.

Le titre premier de l'instruction prévoit enfin le cas où l'approbation des actionnaires est requise lors de l'octroi d'options.

Projet d'instruction générale canadienne sur les fonds communs de placement et les sociétés d'investissement à capital variable

Au cours de l'année 1986, un comité national composé de représentants des commissions des valeurs mobilières du Manitoba, de l'Ontario et du Québec a été mis sur pied dans le but d'élaborer un projet d'instruction générale canadienne sur les fonds d'investissement. Ce projet d'instruction générale regroupe toutes les instructions canadiennes actuellement en vigueur à l'exception de l'Instruction n° 29 se rapportant aux fonds investissant dans des hypothèques et de l'Instruction n° 36 relative au régime du prospectus simplifié.

Ce comité a également pour mandat de mettre à jour certaines règles actuellement en vigueur de manière à les rendre plus appropriées à la situation présente. Ainsi furent révisés le montant de l'investissement initial par le promoteur dans un nouveau fonds ainsi que certaines règles se rapportant à la garde des avoirs du fonds. Le projet d'instruction réglemente désormais la publicité ainsi que tout document publicitaire se rapportant à la vente de titres.

Le comité national compte présenter ce projet d'instruction générale à l'ensemble des commissions à travers le Canada au cours de l'année 1987 et en faire adopter le contenu au début de 1988.

B. Les offres publiques

1. Vue d'ensemble

Au cours de l'année 1986, 71 offres publiques ont été réalisées sur les titres de sociétés constituées au Canada et comptant au moins un porteur qui réside au Québec. Cela constitue une augmentation de près de 25 %, par rapport à 1985, où l'on avait compté 57 offres publiques.

Ces offres publiques ne comprennent pas les acquisitions conclues par conventions particulières avec moins de 15 porteurs ou portant sur les titres d'une société fermée.

Des différents type d'offres, c'est l'offre publique d'échange qui a été la plus employée en 1986, alors qu'en 1985 c'était l'offre publique d'achat. Les offres publiques d'échange comptent pour 65 % du nombre des offres en 1986, contre le quart seulement en 1985. Cette croissance du volume des offres publiques d'échange provient en partie d'une offre visant près d'une vingtaine de sociétés en commandite opérant dans le secteur immobilier.

La valeur totale des offres publiques d'achat a connu une hausse marquée de 264 % de 1985 à 1986, qui contraste avec la baisse du nombre d'offres de ce type. L'écart s'explique par l'offre d'Imasco Limitée sur les actions ordinaires de Corporation Genstar.

Tableau III

Offres publiques sur les sociétés canadiennes en 1985 et 1986[1]

Nature de l'offre	Nombre d'offres	Valeur totale (000 $)
O.P.A.	19 (27)	3 206 477 (880 610)
O.P.E.	46 (14)	(non connu) (430 537)
Achat ou échange au choix du porteur	1 (4)	25 245 (106 925)
O.P.E. avec soulte	2 (4)	(non connu) (82 038)
O.P.R.	3 (8)	(non connu) (385 068)
Ensemble des offres	71 (57)	(non connu) (1 885 178)

1. Le chiffre du haut est celui de 1986 et le chiffre placé entre parenthèses est celui de 1985.

2. Questions particulières

L'élaboration d'une réglementation uniforme

La réglementation uniforme des offres publiques, introduite dans la Loi à l'occasion de la modification de 1984, a été adoptée en Ontario en février 1987. L'entrée en vigueur de cette réglementation avait été retardée jusqu'à maintenant dans l'attente que l'Ontario adopte son projet de loi. À la fin de l'exercice, on peut donc croire que cette réglementation uniforme sera mise en vigueur au cours des prochains mois, après des travaux qui se seront étendus sur près de quatre ans. Toutefois, il restera, au Québec, à apporter diverses modifications d'ordre technique, qui ont été convenues avec les commissions des autres provinces depuis 1984.

Au cours de l'exercice, la Commission a établi deux instructions générales canadiennes en matière d'offres publiques: la première, portant le n° C - 37, organise la coopération entre les provinces en vue d'assurer que les porteurs d'aucune province ne soient laissés de côté dans une offre publique et la seconde, portant le numéro C - 38, définit la position des commissions face aux mesures de défense.

C. L'information sur les valeurs en circulation

1. Vue d'ensemble

L'année 1986-87 a été une année record en ce qui concerne le nombre d'émetteurs faisant appel public à l'épargne pour la première fois. On y a vu aussi un grande nombre de sociétés en commandite d'exploration minière qui émettaient des parts échangeables en actions de sociétés minières. Ces événements ont eu pour effet d'augmenter considérablement le nombre d'émetteurs assujettis. En effet, en 1986-87, on dénombre 370 nouveaux émetteurs assujettis, ce qui constitue une augmentation de plus de 25 %.

2. Questions particulières

Les déclarations d'initiés

Afin d'uniformiser le processus des déclarations d'initiés, d'éliminer les problèmes d'interprétation et d'adapter les formulaires existant au traitement informatique, un projet de déclaration uniforme à travers le Canada a été proposé aux autres autorités au cours de l'année 1985-1986.

En décembre 1986, un formulaire uniforme de déclaration d'initié a été approuvé par les autorités canadiennes en matière de valeurs mobilières ainsi que par les autorités fédérales, de sorte qu'on peut l'utiliser pour toutes les déclarations qui doivent être faites au Canada.

Dans le but de réduire considérablement le nombre de déclarations d'initiés, la Commission a procédé à un réaménagement du régime des déclarations d'initiés. En effet, les initiés sont maintenant dispensés de faire une déclaration tant que le montant cumulatif des opérations non déclarées est inférieur à 5 000 $. Dès que ce montant est atteint, les initiés doivent déclarer l'ensemble des opérations non encore déclarées, dans un délai de 10 jours.

L'introduction du formulaire uniforme et la dispense à l'égard des opérations dont le montant cumulatif est inférieur à 5 000 $ ont pris effet le 1er février 1987.

Projet de fusion du rapport annuel et de la notice annuelle

Par suite des recommandations du Comité de réforme du régime d'information continue, la Commission a publié un projet de fusion du rapport annuel et de la notice annuelle. Ce projet visait deux objectifs: éliminer, pour les émetteurs assujettis, la production d'un des deux documents d'information annuelle et enrichir le contenu du rapport annuel. Les informations requises par le document fusionné étaient basées sur les exigences de la formule américaine 10-K.

En fonction des observations reçues d'émetteurs assujettis et d'autres intervenants du marché, la Commission a décidé d'abandonner le projet de fusion du rapport annuel et de la notice annuelle. Par contre, l'autre objectif, soit l'enrichissement du rapport annuel, demeure toujours. La Commission travaille actuellement sur un projet, en collaboration avec la Commission des valeurs mobilières de l'Ontario; il s'agirait de définir de façon schématique un certain nombre de renseignements qui devraient être donnés dans le rapport annuel; les renseignements additionnels toucheront surtout l'analyse des résultats par la direction et s'inspireront de la formule 10-K, utilisée aux États-Unis.

Partie II

Le marché des valeurs mobilières

A. Le fonctionnement du marché boursier et les organismes d'autoréglementation

1. Vue d'ensemble

L'année 1986 signale un léger renforcement de la position de la Bourse de Montréal sur le marché canadien, qui avait marqué un léger recul en 1985. Le volume des actions négociées sur cette bourse a augmenté de plus de 70 % pour s'établir à 1,096 milliard de titres par rapport à 643 millions de titres en 1985. Au plan de la valeur des opérations, la progression s'établit à 51 %, dépassant de six points celle de la Bourse de Toronto. La valeur des échanges est passée de 10,6 $ milliards à 16 $ milliards.

La part de la Bourse de Montréal dans l'ensemble du marché boursier canadien a augmenté légèrement au plan de la valeur des échanges en 1986, sans toutefois reprendre tout le terrain perdu en 1985. Celle-ci est passée de 18,3 % à 18,9 % de 1985 à 1986, alors qu'elle était de 19,4 % en 1984. Quant à la part de la Bourse de Montréal dans le volume des opérations, elle est maintenant de 11,1 % par rapport à 9,3 % en 1985 et 8,0 % en 1984.

Sur le marché des options sur actions, la part de la Bourse de Montréal a fortement progressé autant au plan de la valeur que du volume. La valeur des options sur actions négociées sur la Bourse de Montréal est passée de 125 $ millions en 1985 à 210 $ millions en 1986, soit une augmentation de 68 %. En comparaison, la croissance de la valeur des options sur actions négociées sur la Bourse de Toronto atteint 9 % seulement pour la même période. En 1986, la part de la Bourse de Montréal sur le marché des options sur actions au plan de la valeur et au plan du volume étaient respectivement de 31,9 % et 27,3 %, alors que les chiffres correspondants de 1985 étaient 23,4 % et 24,2 %.

Finalement, sur le marché des options sur obligations, la Bourse de Montréal a cédé du terrain à la Bourse de Toronto à la suite de l'inscription à sa cote de deux nouvelles obligations. Même si elle occupe encore la majeure partie du secteur, sa part est passée de 97 % en 1985 à 71,4 % en 1986 au plan de la valeur. Si on considère le volume de transactions, sa part est de 87 % en 1986, comparativement à 97,4 en 1985.

Au cours de l'année, la Bourse de Montréal a innové en inscrivant à sa cote des options sur bons du Trésor canadiens d'une part et un nouveau certificat de métal précieux d'autre part (le platine). Par contre, elle a retiré de la cote toutes les options sur devises excepté celles portant sur le dollar canadien.

Soulignons enfin que la négociation de contrats à terme sur le bois de sciage de l'est a été suspendue en octobre 1986.

Tableau IV

Volume et valeur des actions négociées sur la Bourse de Montréal

Période	Nombre de titres (000)	Part du marché canadien (%)	Valeur des opérations (000 $)	Part du marché canadien (%)
Année 1983	316 857	7,3	5 088 820	13,4
Année 1984	400 890	8,0	7 021 535	19,4
Année 1985	643 480	9,3	10 552 212	18,3
Année 1986	1 095 896	11,1	15 983 449	18,9
1er trimestre 1986	586 438	11,4	9 226 573	19,3
2e trimestre 1986	509 458	10,8	6 756 876	18,3

Tableau V

Volume et valeur des options sur actions négociées sur la Bourse de Montréal

Période	Nombre de contrats	Part du marché canadien (%)	Valeur des opérations (000 $)	Part du marché canadien (%)
Année 1983	649 003	19,8	117 440	16,7
Année 1984	746 444	23,8	110 069	23,2
Année 1985	836 896	24,2	124 862	23,4
Année 1986	1 049 760	27,3	209 685	31,9
1er trimestre 1986	556 921	26,7	125 400	32,7
2e trimestre 1986	492 839	28,0	84 285	30,8

Tableau VI

Volume et valeur des options sur obligations négociées sur la Bourse de Montréal

Période	Nombre de contrats	Part du marché canadien (%)	Valeur des opérations (000 $)	Part du marché canadien (%)
Année 1983	62 909	98,6	31 735	98,4
Année 1984	157 158	93,7	76 406	95,2
Année 1985	247 130	97,4	128 537	96,9
Année 1986	331 634	86,9	207 374	77,4
1er trimestre 1986	197 511	90,6	126 241	84,2
2e trimestre 1986	134 123	81,4	81 133	66,9

2. Questions particulières

La Bourse de Montréal

Au cours de l'exercice 1986-87, la Bourse a continué d'appliquer certaines dispositions du titre cinquième de la Loi; il s'agit essentiellement de l'inscription des représentants et de l'agrément des dirigeants des courtiers membres de la Bourse. Dans l'exercice de ces pouvoirs délégués, elle a procédé à l'inscription de plus de 570 représentants au service de l'un ou l'autre de ses membres.

Les Bourses de Montréal et de Toronto ont continué de se partager les tâches pour l'agrément des dirigeants de leurs membres communs. Au cours de l'exercice, plus de 600 nouveaux dirigeants ont été ainsi agréés dans le cadre de cette entente. De ce nombre, 434 l'ont été par la Bourse de Montréal et 167 par la Bourse de Toronto.

La Commission a approuvé durant son dernier exercice plus d'une vingtaine de modifications des règles de fonctionnement de la Bourse de Montréal, en vertu des pouvoirs conférés par l'article 177 de la Loi. Parmi les modifications proposées, il convient de souligner la refonte du Règlement Trois intitulé "Appartenance", relatif à la propriété et à la diversification des courtiers en valeurs, et la délégation de pouvoirs délégués par la Commission.

Les chambres de compensation

La société Trans-Canada Options, qui compense les options sur actions, a continué d'exercer son activité en vertu des dispositions transitoires. La société a déposé une demande de reconnaissance en septembre 1986 et les discussions en vue de la reconnaissance se sont poursuivies.

B. Les intermédiaires

1. Vue d'ensemble

Si l'on consulte les statistiques établies en fonction du nombre des inscriptions auprès de la Commission, on constate une augmentation dans le nombre des courtiers et conseillers de l'ordre de 14 %. L'augmentation se remarque principalement chez les courtiers de plein exercice et les courtiers spécialisés en épargne collective et en contrats d'investissement.

Quant au nombre de représentants, il augmente de plus de 40 % et approche en fin d'exercice 4 500. Si l'on tient compte des radiations, cette hausse de l'effectif résulte de mouvements encore plus importants: 1 920 personnes ont obtenu au cours de l'exercice l'inscription à titre de représentant, soit 60 % de l'effectif en début d'exercice. Notamment, le nombre de représentants de courtiers spécialisés en épargne collective a plus que doublé au cours de l'exercice, après avoir progressé de plus de 150 % au cours des douze mois précédents.

TABLEAU VII

COURTIERS ET CONSEILLERS EN VALEURS INSCRITS AUPRÈS DE LA COMMISSION

Catégorie	Mars 1987	Mars 1986
Courtiers		
. de plein exercice[1]	59	51
. d'exercice restreint		
exécutants	2	2
spécialisés en épargne collective	25	20
spécialisés en contrats d'investissement	9	8
spécialisés en épargne collective et en contrats d'investissement	15	6
spécialisés en plans de bourses d'étude	3	3
négociateurs autonomes	23	23
émetteur-placeurs	26	24
autres[2]	16	18
	178	155
Conseillers en valeurs		
. de plein exercice[3]	52	48
. d'exercice restreint	6	4
	58	52
TOTAL	236	207

1. Au 31 mars 1987, cinq d'entre eux exercent à titre de courtier remisier.

2. Au 31 mars 1987, cette catégorie comprend notamment dix sociétés de fidéicommis et trois banques à charte.

3. Au 31 mars, 1987, douze d'entre eux exercent une activité limitée aux institutions financières et aux émetteurs assujettis.

2. Questions particulières

Les nouveaux venus

Au cours de l'exercice, une banque a fait inscrire une filiale en propriété exclusive à titre de courtier de plein exercice: il s'agit de Placements BNE Inc., filiale de la Banque de Nouvelle-Écosse. En outre, la Banque Royale du Canada a obtenu une inscription d'exercice restreint pour son Service Investisseur.

Par ailleurs, une seconde firme de comptables, Raymond, Chabot, Martin, Paré & Cie s'est fait inscrire pour agir à titre d'intermédiaire dans l'achat et la vente de titres de petites sociétés.

La propriété des maisons de courtiers

Au cours de l'exercice, trois firmes de courtiers ont fait publiquement appel à l'épargne: Les Investissements Disnat Inc. en avril 1986, Geoffrion, Leclerc Inc., en mai 1986 et McNeil Mantha Inc. en septembre de la même année. De plus, quatre sociétés qui contrôlent une firme de courtiers ont également réalisé en 1986 un placement avec un prospectus: Lévesque, Beaubien et Cie Inc., Loewen, Ondaatje, McCutcheon Inc., Dominion Securities Ltée et Nesbitt Thomson Inc.

En outre, la Corporation du Groupe La Laurentienne a acquis un courtier en épargne collective, Gestion de Fonds Eaton Limitée, en septembre 1986.

La planification financière

La Commission a tenu une audience publique avec les commissions d'Ontario et d'Alberta les 24 et 25 avril 1986 sur les conseillers en planification financière. À la suite de cette audience, diverses rencontres ont eu lieu sur cette question.

La Commission en est venue à la conclusion qu'il s'imposait de réglementer l'activité des conseillers en planification financière. Cependant, vu que cette activité déborde les valeurs mobilières, la Commission fera une recommandation au ministre responsable dans les mois à venir sur le type de réglementation qu'elle croit appropriée.

Le cumul d'activités en valeurs mobilières et en assurance de personnes

La Commission publiait le 23 mai 1986 une modification de l'Instruction générale n° Q - 9 visant à faciliter le cumul d'activités en valeurs mobilières et en assurance de personnes. Cette modification est entrée en vigueur le 17 septembre 1986, soit le jour de la publication du Règlement modifiant le Règlement sur les assurances dans la Gazette Officielle.

L'assouplissement des règles relatives à ce cumul d'activités se reflète dans la croissance importante du nombre de personnes inscrites spécialisées en épargne collective.

Les centres financiers internationaux

Au cours de l'exercice, la Commission a participé, avec le Bureau des établissements financiers internationaux, aux discussions qui ont mené au développement d'une réglementation assouplie visant à permettre aux centres financiers internationaux d'agir à titre de courtier ou de conseiller en valeurs.

Le cadre normatif de l'activité des professionnels

Une modification de l'Instruction générale n° Q - 9 intitulée "Rapport annuel du courtier et du conseiller en valeurs" est entrée en vigueur le 15 décembre 1986. Cette modification vise notamment à recueillir un ensemble d'informations sur les personnes inscrites et leurs activités, en particulier des données sur les comptes de clients, les ressources humaines et sur les établissements.

La surveillance de l'activité des professionnels

La Commission a procédé à l'inspection de 38 courtiers, de 5 conseillers, et de 7 fonds d'investissement. De plus, 175 plaintes ont été reçues par la Commission, dont 55 ont été transmises à la Bourse de Montréal dans le cadre de la délégation de pouvoirs à la Bourse de Montréal.

Partie III

Les communications

Les activités du Service des communications ont été fort nombreuses cette année quoique certaines aient été réduites (publications) ou même annulées (publicité), faute de budget suffisant.

Néanmoins, la Commission a participé à sept salons et expositions. Outre les villes de Montréal et de Québec où elle a été présente à deux reprises (Le Monde des Affaires et le Salon de l'épargne-placements), la Commission a visité les villes de Val d'Or (Super Salon Kinsmen), Rimouski (Salon du placement) et Hull (Info-Services Plus).

Le message véhiculé cette année au stand de la Commission mettait l'accent sur l'importance des lectures pour être mieux informé. Pour compléter ce message un dépliant "Comment lire un prospectus" a également été publié.

La Commission a innové cette année en présentant des conférences sur trois sujets à l'intérieur même du stand qui avait été aménagé à cette fin. Prononcées par le personnel de la Commission, ces conférences ont fait "salle comble". L'une complétait le dépliant sur la lecture du prospectus, ce document important et souvent complexe pour l'épargnant moyen, et a soulevé beaucoup d'intérêt chez les visiteurs; il en a été de même pour celle qui portait sur le choix d'un courtier. Quant à la conférence qui exposait les avantages et les désavantages des divers fonds d'investissement, elle a été également très bien accueillie.

La Commission a publié trois nouveaux documents d'information qui ont été fort en demande au point où les stocks ont été épuisés durant plusieurs semaines. Il s'agit d'une brochure sur les fonds d'investissement et d'un dépliant sur le choix de son courtier, dont les thèmes ont été repris à l'occasion des conférences prononcées lors des Salons. L'autre, un immense dépliant contenant un tableau illustré des diverses caractéristiques des différentes formes d'investissement en valeurs mobilières, a connu le plus vif succès et a été commenté à la télévision à plusieurs émissions portant sur la finance.

Une brochure d'une facture plus classique intitulée "Québec porte ouverte sur le marché canadien des valeurs mobilières" a aussi été publiée pour promouvoir le marché des valeurs mobilières du Québec auprès des courtiers étrangers. Cette brochure a été distribuée par l'intermédiaire des délégations du Québec.

Les activités de publicité ayant été annulées cette année, la Commission a cherché à maximiser sa présence dans les médias par des relations publiques. Alors que les prospectus étaient déposés en très grand nombre, la Commission a commencé à publier un communiqué quotidien indiquant le nom des sociétés ayant obtenu le visa de leur prospectus. Ce communiqué est devenu une référence et un outil de travail pour les journalistes spécialisés en finance.

Les principaux quotidiens, les hebdomadaires et mensuels financiers ainsi que les médias électroniques ont diffusé de nombreux articles et reportages sur les activités de la Commission et ont repris ses communiqués d'information. Il faut noter que, lors de la publication de communiqués de la série "Alarme aux épargnants", les porte-parole de la Commission sont sollicités pour des entrevues à la radio et souvent à la télévision. La publication de dépliants et de brochures a souvent fait l'objet de topos dans le cadre d'émissions économiques dont "Télé-Service", "Question d'argent" (Radio-Québec) et "Économie-Finance et Cie" (Radio-Canada).

La Commission a de plus participé à quelques reprises à l'émission "La voix des aînés" sur les ondes de CKCV-Québec.

La Commission a aussi contribué au succès du cours sur les finances personnelles élaboré par le Ministère de l'Éducation "Le Cours de votre argent" en fournissant des textes.

Les épargnants possédant des valeurs mobilières étant de plus en plus nombreux, plusieurs s'adressent à la Commission pour obtenir des réponses à leurs questions et souvent pour régler un problème dans le cadre de leurs relations avec leur courtier. La Commission a reçu ainsi en 1986 quelques 6 800 demandes de renseignements. Environ 2 500 personnes ont de plus demandé de recevoir des publications de vulgarisation.

La Commission a continué sa participation à des organisations ou à des rencontres au niveau canadien ou international. En particulier, elle a participé à la conférence annuelle de l'Organisation internationale des commissions de valeurs (OICV), tenue à Paris, en juillet 1986. A l'occasion de cette conférence, la Commission a été chargé d'assurer le secrétariat général de l'Organisation et M. Paul Guy, président de la Commission, a été désigné secrétaire général de l'Organisation. En novembre 1986, la Commission a participé au congrès annuel de la North American Securities Administration Association, qui regroupe les commissions de valeurs des États-Unis et du Canada; à cette occasion, la Commission a présenté la candidature de la ville de Québec, comme lieu du congrès de 1989 et cette proposition a été acceptée par les membres. A l'automne 1986, la Commission a reçu pendant quelques jours une délégation hongroise venue s'informer sur le rôle des marchés financiers dans le financement des entreprises. La Commission a également assisté aux deux réunions annuelles qui regroupent les autorités compétentes en valeurs mobilières dans les diverses provinces.

Annexes

Annexe I

Titulaires des fonctions de direction au 31 mars 1987

Président:
Paul Guy

Vice-présidents:
Roland Côté
Maurice Cusson

Membres de la Commission:
Gérard M. Beaulieu
Pierre Dussault
Gilles Nadeau

Secrétaire:
Louise leBel-Chevalier

Chef du Service des communications:
Marc Barrière

Chef du Service de conseil juridique:
Antoni Dandonneau

Chef du Service des études:
Martin Martin

Directeur de l'information:
Jacques Labelle (à titre temporaire)

Chef du Service de l'appel public à l'épargne:
Raymond Duhaime

Chef du Service de l'information continue:
Diane Joly

Directeur de l'encadrement du marché:
Pierre Lizé

Chef du Service de l'inscription:
Georges Clermont (à titre temporaire)

Chef du Service de l'inspection:
Georges Clermont

Chef du Service des marchés à terme:
Romain Rousseau

Directeur des affaires juridiques:
Jacques Labelle

Chef du Service du contentieux:
Jean-Pierre Dupont

Chef du Service des enquêtes:
Jean-Yves Béliveau

Directeur de l'administration:
Raymond Hardy

Chef du Service du personnel:
Raynald Henry

Chef du Service de la gestion interne:
Frédérick Laberge

Chef du Service de la bibliothèque:
Jean-François Doutrelepont

Annexe IV
Statistiques sur l'activité des services de la Commission

1. Direction de l'information

Tableau I

Service de l'appel public à l'épargne

	Mars 1987	Mars 1986
Demandes de visas de prospectus	877	466[1]
Modifications de prospectus	80	37
Demandes de dispense de prospectus	1 491	750
Offres publiques	64	77
Autres travaux ordinaires	664	225

---

1. Ce chiffre ne tient pas compte du regroupement dans un seul document du prospectus de plusieurs fonds gérés par un même gestionnaire, qui a entraîné une réduction de 59 dans le nombre des demandes de visa. Pour l'exercice 1986-87, le chiffre donné représente le nombre de demandes de visa effectivement reçues.

Tableau II

Service de l'information continue

	Mars 1987	Mars 1986
Nombre d'émetteurs assujettis	1 748	1 401
Information périodique		
Rapports annuels	1 073	non connu
États financiers annuels	1 259	1 021*
États financiers trimestriels	3 246	2 803
Circulaires de sollicitation de procuration	784	665
Dossiers d'information		
Constitution de dossiers	126	78
Mise à jour	228	150
Déclaration d'initiés	15 000	13 025
Dispenses des obligations d'information périodique	199	185
Divers		
Inscription de nouveaux émetteurs	387	197
Déclaration de faits importants	15 000[1]	2 000
Interdictions - prononcé et levée	150	402
Demandes de renseignements	2 000	500
Autres	79	68

---

* Ce chiffre est corrigé; une erreur s'était glissée dans le dernier rapport.

1. Ce chiffre tient compte de tous les communiqués de presse émis par les émetteurs assujettis et non seulement de ceux nécessitant une inscription au système informatique.

2. Direction de l'encadrement du marché

Tableau III

Dirigeants agréés par la Commission

Catégorie	Mars 1987	Mars 1986	Agréments	Cessation de fonctions
Courtiers				
. de plein exercice	1 873	1 452	631	210
. d'exercice restreint				
exécutants	6	5	1	0
spécialisés en épargne collective	133	97	54	18
spécialisés en contrats d'investissement	22	12	13	3
spécialisés en épargne collective et en contrats d'investissement	36	21	23	8
spécialisés en plans de bourses d'étude	15	9	6	0
autres	218	183	41	6
	2 303	1 779	769	245
Conseillers en valeurs				
. de plein exercice	313	244[1]	89	20
. d'exercice restreint	13	6[1]	9	2
	326	250	98	22
TOTAL	2 629	2 029	867	267

1. Par suite d'une reclassification, ces chiffres diffèrent de ceux présentés dans le dernier rapport annuel.

Tableau IV

Représentants inscrits auprès de la Commission

Catégorie	Mars 1987	Mars 1986	Inscriptions	Radiations
Courtiers				
• de plein exercice	2 406	1 983	585	215
• d'exercice restreint				
exécutants	26	11	21	5
spécialisés en épargne collective	1 389	641	978	150
spécialisés en contrats d'investissement	50	29	40	3
spécialisés en épargne collective et en contrats d'investissement	117	40	95	28
spécialisés en plans de bourses d'étude	160	125	130	82
émetteurs-placeurs	29	50	15	29
autres	119	122	22	19
	4 296	3 001	1 886	531
Conseillers en valeurs				
• de plein exercice	184	180[1]	29	22
• d'exercice restreint	8	5[1]	5	0
	192	185	34	22
TOTAL[2]	4 488	3 186	1 920	553

1. Par suite d'une reclassification, ces chiffres diffèrent de ceux présentés dans le dernier rapport annuel.

2. Le total ne comprend pas les représentants dont les droits sont suspendus par suite de la cessation de leur activité, au nombre de 428 en mars 1987 et de 373 en mars 1986.

3. Direction des affaires juridiques

Tableau V

	Mars 1987	Mars 1986
Enquêtes		
sur ordonnance de la Commission	15	12
sans ordonnance de la Commission	95	76
Vérifications		
d'ordre général[1]	100	52
sur l'information privilégiée[2]	46	48
Affaires pénales		
Plaintes déposées[3]	237	200
Jugements	52	50
Consultations		
Enquêtes et vérifications	85	58
Audiences	44	22
Analyses de dossiers	258	135

---

1. Les vérifications d'ordre général sont effectuées par suite d'une plainte ou d'une demande d'information.

2. Une analyse des opérations est faite de façon systématique lorsque les titres d'un émetteur assujetti au Québec font l'objet d'une offre publique ou lorsqu'un émetteur québécois annonce par voie de communiqué de presse une nouvelle importante pouvant influencer le cours de ses titres.

3. Il s'agit du nombre de chefs d'accusation contenus dans les plaintes.

4. Service des communications

Tableau VI

	Mars 1987	Mars 1986
Demandes téléphoniques	6 659	5 926
Demandes écrites	668	858
Demandes faites sur place	95*	300
Demandes de publications	2 500	1 300
TOTAL	9 922	8 384

* La réduction s'explique par le fait que, depuis avril 1986, la consultation des dossiers relève de la bibliothèque.

5. Décisions de la Commission

	Mars 1987	Mars 1986
Nombre de décisions	518	349

ANNEXE II

AVIS

1. Les sociétés et les porteurs de titres

- Publicité avant le visa du prospectus définitif (20 juin 1986)

La Commission tient à rappeler que la réglementation des valeurs mobilières au Québec, à la différence de celle de plusieurs autres provinces, autorise la publicité pendant la période qui va du visa du prospectus provisoire au visa du prospectus définitif.

Cependant, l'existence du prospectus provisoire entraîne un certain nombre de contraintes en matière de publicité. En premier lieu, cette publicité doit refléter adéquatement l'information présentée dans le prospectus provisoire "sans la déformer par sélection ou addition de déclarations susceptibles d'induire en erreur" (art. 21 de la Loi). En second lieu, vu que l'information des épargnants est assurée au premier chef par le prospectus provisoire, le Règlement exige que tout document publicitaire diffusé pendant cette période fasse mention du prospectus provisoire et indique où on peut l'obtenir (art. 100 du Règlement).

Par surcroît, un certain nombre de règles s'appliquent à toute la durée du placement; elles trouvent donc application pendant la période qui va du visa du prospectus provisoire au visa du prospectus définitif. En particulier, il est interdit de diffuser des prévisions qui n'apparaissent pas au prospectus (art. 50 du Règlement); cette interdiction s'applique dès le moment où un prospectus provisoire est visé par la Commission. Les dirigeants de l'émetteur et le courtier doivent donc faire preuve d'une grande réserve dans leurs déclarations sur les perspectives de la société, pendant toute la durée du placement.

- Inobservation des délais prévus pour le dépôt des états financiers et du rapport annuel (1er août 1986)

Depuis la modification de la Loi sur les valeurs mobilières en décembre 1985, le délai prévu pour le dépôt auprès de la Commission des états financiers annuels et du rapport annuel est de 140 jours, et le délai prévu pour le dépôt auprès de la Commission des états financiers trimestriels est de 60 jours. Le rapport annuel et les états financiers

trimestriels doivent être transmis aux porteurs dans les délais prévus pour le dépôt auprès de la Commission.

Dans son Bulletin du 25 janvier 1985, la Commission a publié un avis annonçant qu'à l'avenir elle n'enverrait plus de mise en demeure aux émetteurs qui ne respectent pas ces délais; elle prévenait les émetteurs qu'une interdiction d'opérations serait prononcée sur leurs titres.

La Commission a reçu un certain nombre de demandes de dispense d'application de ces délais, formulées en vertu de l'article 263. Elle n'accorde de dispenses que dans des cas exceptionnels. En outre, les demandes de dispense doivent être faites suffisamment à l'avance; il convient de rappeler sur ce point la position établie par la Commission dans l'affaire Les Produits Pétro-Canada Inc. (décision n° 7170, du 24 août 1984):

> " Une société qui a besoin d'une dispense doit la demander à une date qui lui permet, si la demande est refusée, de satisfaire aux obligations dont elle demande d'être dispensée."

En l'occurrence, les demandes devraient être présentées au moins deux semaines avant le délai imposé par la Loi.

Les délais pour la production des états financiers ne sont pas uniformes dans toutes les provinces; en outre, certaines provinces n'exigent pas le dépôt des états financiers trimestriels et le Québec est la seule province à exiger le dépôt du rapport annuel. Dès le moment où un émetteur devient émetteur assujetti au Québec, il est soumis à toutes les obligations d'information continue qu'impose la Loi du Québec, sans égard aux obligations moins lourdes qu'il peut avoir dans telle ou telle autre province.

En cas d'inobservation des délais prévus par la Loi pour le dépôt des états financiers ou du rapport annuel, la Commission prononcera donc, sans préavis, une interdiction d'opérations sur les titres de l'émetteur.

Il est prévu que les autorités compétentes d'autres provinces prendront les mêmes mesures, après publication d'un avis ou d'une instruction générale, en vue d'assurer l'observation des délais fixés pour le dépôt des états financiers par la Loi dont elles assurent l'application.

2. Le marché des valeurs mobilières

- Utilisation de l'effet de levier lors d'achat de titres d'organismes de placement collectif (5 septembre 1986)

Ainsi qu'en faisait état un récent communiqué de presse, la Commission croit qu'il est essentiel que tout client reçoive une information complète au sujet de l'utilisation de l'effet de levier lors d'achat de titres d'organismes de placement collectif.

Ainsi, la Commission exigera que le courtier en épargne collective remette un document d'information au souscripteur éventuel qui, à la connaissance du courtier, considère l'emprunt de fonds pour régler son achat.

Tous les courtiers en épargne collective ainsi que chacun des représentants spécialisés dans la vente de titres d'organismes de placement collectif seront avisés de cette exigence au cours des prochains jours.

Le texte des avis et du document d'information sont présentés ci-après.

Aux courtiers en épargne collective

Diverses organisations, notamment l'Institut des fonds d'investissement du Canada, ont récemment communiqué à la Commission leurs préoccupations concernant la pratique de plus en plus répandue d'utiliser l'effet de levier dans le cas de souscriptions de parts d'un fonds commun de placement ou d'actions d'une société d'investissement à capital variable.

Les épargnants doivent être informés des risques d'une utilisation abusive de l'effet de levier. Ainsi, la Commission exigera que le courtier en épargne collective remette un document d'information au souscripteur éventuel qui, à la connaissance du courtier, considère l'emprunt de fonds pour régler son achat.

Cette exigence entre en vigueur le 1er septembre 1986. Vous trouverez ci-joint un exemplaire du document d'information.

Le Chapitre VII du Titre cinquième du Règlement sur les valeurs mobilières prévoit des règles de gestion que doit observer la personne

inscrite en vue de sauvegarder l'intérêt de ses clients. De plus, celle-ci doit s'assurer que l'opération projetée correspond aux objectifs de placement et à la situation financière que lui décrit son client. Ainsi, doit-elle considérer la provenance des fonds nécessaires au règlement d'un achat de titres.

La Commission a également avisé chacun de vos représentants. Vous trouverez ci-joint une copie de cet avis. Il vise d'une part à attirer leur attention sur les risques de l'utilisation abusive de l'effet de levier et d'autre part à les informer de l'obligation de remettre le document d'information. Il rappelle également que ceci ne diminue en rien la responsabilité du représentant vis-à-vis de son client.

Il est clair toutefois que l'obligation de s'assurer qu'une opération correspond aux objectifs d'investissement et à la situation financière décrite par un client incombe d'abord au courtier. Aussi, toutes les mesures nécessaires doivent être prises pour vous assurer que tous vos représentants sont conscients des risques relatifs à l'effet de levier et qu'ils respectent leurs obligations vis-à-vis des clients.

Tous les courtiers concernés ont été avisés de l'obligation de remettre le document d'information aux clients, ainsi que d'informer le souscripteur qui entend emprunter les fonds nécessaires au règlement d'un achat de titres, des risques que comporte l'utilisation de l'effet de levier.

Aux représentants de courtiers en épargne collective

Vous êtes inscrit au Québec à titre de représentant de courtier en épargne collective, en vertu de la Loi sur les valeurs mobilières.

Toute personne inscrite doit respecter les obligations vis-à-vis des clients décrites à la Loi, au Règlement et aux Instructions générales de la Commission. Elle doit notamment s'assurer qu'une opération projetée correspond aux objectifs d'investissement et à la situation financière que lui décrit le client.

Lorsque l'un de vos clients prévoit emprunter les fonds nécessaires au règlement d'un achat de parts d'un fonds commun de placement ou d'actions d'une société d'investissement à capital variable, vous devez l'informer des risques de l'utilisation de l'effet de levier et des possibilités de perte qui sont particulièrement élevées après une longue période de hausse du marché.

Si une gestion professionnelle et la mise en commun des fonds permettent de réduire le risque, l'expérience démontre que la valeur des parts des fonds communs de placement et des actions des sociétés d'investissement à capital variable est sujette à des hausses et à des baisses cycliques associées au marché boursier.

L'obligation de s'assurer qu'une opération correspond à la situation financière décrite par le client comprend l'examen de la pertinence d'un emprunt de fonds affectés au règlement d'un achat de titres.

A partir du 1er septembre 1986, vous devrez remettre un exemplaire du document d'information ci-joint à l'acheteur éventuel de parts d'un fonds commun de placement ou d'actions d'une société d'investissement à capital variable dès que vous saurez qu'il considère emprunter les fonds nécessaires au règlement de son achat. Ce document informe notamment sur les risques de l'utilisation abusive de l'effet de levier.

La remise de ce document ne diminue en rien l'obligation que vous avez de vous assurer que l'opération correspond aux objectifs d'investissement et à la situation financière que vous décrit le client.

Document d'information

Utilisation de l'effet de levier lors d'achat de titres
d'organismes de placement collectif

La Commission des valeurs mobilières du Québec exige qu'une copie de ce document d'information soit remise à tout épargnant qui songe à emprunter les fonds nécessaires au règlement d'un achat de titres d'organismes de placement collectif (fonds commun de placement ou société d'investissement à capital variable), afin de l'informer des risques que comporte cette pratique.

L'achat de titres d'organismes de placement collectif peut être totalement réglé comptant ou partiellement au comptant et avec un emprunt. Lorsque vous réglez la totalité d'un achat de titres au comptant, votre gain ou votre perte éventuelle est uniquement fonction de la variation de la valeur des titres que vous avez acquis.

Toutefois, lorsque vous utilisez l'effet de levier, c'est-à-dire lorsque des fonds empruntés sont utilisés pour régler un achat de titres, vous

augmentez de façon importante les possibilités de gain ou de perte sur l'argent comptant que vous avez investi.

Prenons par exemple le cas d'un achat de titres d'une valeur totale de 100 000 $, et supposons que la valeur des titres acquis chute de 10 p. cent, à 90 000 $. Dans le cas d'un règlement comptant, votre perte serait de 10 p. cent. Cependant, si vous aviez réglé à l'aide de 25 000 $ comptant et d'un emprunt de 75 000 $, votre capital personnel chute à 15 000 $, soit une perte de 40 p. cent.

Comme vous pouvez le constater, l'utilisation de l'effet de levier augmente les risques de perte autant que l'espérance de gain. Aussi, un tel achat de titres d'organismes de placement collectif est-il plus risqué qu'un achat réglé comptant. Il faut également considérer le type d'organisme ainsi que votre situation financière.

Par ailleurs, il est important de vous renseigner sur les modalités d'un emprunt garanti par les titres d'organismes de placement collectif. Le prêteur peut notamment exiger que la portion non remboursée de votre emprunt ne tombe pas au-dessous d'une proportion déterminée de la valeur totale de votre placement au cours du marché. Lorsque cette proportion n'est plus respectée, le prêteur peut exiger le remboursement intégral de l'emprunt ou bien vendre une partie des titres de façon à rétablir la proportion de couverture qu'il exige.

Pour reprendre l'exemple mentionné plus haut, si le prêteur fixe la proportion à 75 p. cent de la valeur du placement et que celle-ci passe de 100 000 $ à 90 000 $, l'emprunt doit être réduit de 75 000 $ à 67 500 $ (75 p. cent de 90 000 $), soit par un versement comptant de votre part ou par la vente à perte d'une partie de vos titres.

Finalement, vous devez disposer des fonds nécessaires au paiement des intérêts sur votre emprunt. Aussi, si vous songez à utiliser l'effet de levier lors d'un achat de titres d'organismes de placement collectif, assurez-vous d'abord que vous disposez des ressources financières nécessaires au paiement des intérêts sur l'emprunt et au remboursement d'une partie de cet emprunt si les modalités le prévoient.

ANNEXE III

DÉCISIONS

1. Les sociétés et les porteurs de titres

- L'appel public à l'épargne

Objet: Entreprises minières Globex Inc.

L'objet de l'audience

Cette audience publique tenue le 20 février 1986 avait pour objet de faire réviser par la Commission la décision n° 0079-I-86 du directeur de l'Information, rendue le 17 janvier 1986, par laquelle il refusait d'accorder le visa au prospectus de la société Entreprises minières Globex Inc. ("Globex" ou "la requérante"), concernant le placement d'un million d'actions ordinaires à 0,40 $ chacune, par prise ferme, accompagnées de bons de souscription.

Description sommaire de la société

La société a été constituée en 1949 sous la dénomination sociale de Lyndhurst Mining Company Limited, et adopta le nom actuel en 1974. Le 4 novembre 1985, la société se continua sous la Partie 1A de la Loi sur les compagnies du Québec, augmentant son capital autorisé à un nombre illimité d'actions ordinaires sans valeur nominale. Son siège social est situé à Noranda, et son principal dirigeant et actionnaire est monsieur Jack Stoch, géologue consultant.

Selon les états financiers vérifiés établis au 31 juillet 1985, on compte 872 266 actions en circulation. L'actif totalisait 58 $ à cette date, et le passif 4 020 $. L'avoir des actionnaires était négatif de 3 962 $, comprenant 3 666 142 $ au compte capital et un déficit accumulé de 3 670 104 $. Globex est inactive depuis 1974.

Le 1er septembre 1985, Globex a conclu deux accords dans le but d'acquérir deux propriétés minières, appelées respectivement Lyndhurst (formée de 85 claims et de la concession minière n° 443), et McWatters (formée de 20 claims et de la concession minière n° 275).

MM. Roland Côté et Gilles Nadeau - Décision n° 7710, le 7 avril 1986

Dans son rapport du 12 juillet 1985, complété par un addendum du 17 décembre, l'ingénieur minier C.W. Archibald recommande un programme de travaux de 487 000 $ sur la propriété Lyndhurst, dont la phase I au coût de 76 400 $ serait effectuée avec le produit de l'émission projetée.

Dans son rapport du 1er août 1985, complété par un addendum du 17 décembre, l'ingénieur minier S.V. Burr recommande un programme de travaux sur la propriété McWatters estimé à 2 000 000 $, dont la phase I au coût de 125 000 $ serait effectuée avec le produit de l'émission.

Les motifs de refus du Directeur

Le directeur de l'Information, monsieur Guy Shedleur, a refusé d'accorder le visa du prospectus, conformément aux dispositions des articles 11, 13, 15 et 307 de la Loi sur les valeurs mobilières, pour les motifs suivants:

1° nous considérons que le coût de travaux préliminaires ainsi que le programme d'exploration sur la propriété McWatters sont sous-évalués;

2° le montant attribué au programme d'exploration est insuffisant pour permettre à la société d'obtenir des résultats suffisamment concluants lui permettant de décider de l'opportunité de poursuivre ou d'interrompre le programme;

3° une consolidation des actions, jugée acceptable par la Commission, doit être effectuée avant le placement puisque la société est inactive depuis plus de 25 ans et peut être considérée comme une société nouvellement formée. Elle ne possède aucun actif, ni aucun terrain minier.

Autre sujet à décider

Avant l'audience, suite à la lecture du dossier et du mémoire soumis par la requérante, les membres de la Commission appelés à siéger ont indiqué au procureur qu'ils voulaient aussi examiner les contrats d'acquisition des deux propriétés minières par le ou les cédants à Globex, et obtenir les explications pertinentes à l'audience, puisque les contrats intervenus avec Globex n'étaient pas conclus à distance. De plus, le Directeur ne s'étant pas prononcé sur l'autorisation demandée d'émettre 750 000 actions à être entiercées en contrepartie partielle de la propriété Lyndhurst (vu le refus du visa), la Commission devra en décider en même temps que de la requête.

Les principaux arguments de la requérante

Globex soumet qu'il est plus sage et prudent d'effectuer par étapes le programme de travaux de 2 000 000 $ suggéré par son géologue sur la propriété McWatters. Ainsi, après avoir exécuté la première phase au coût de 125 000 $ telle que décrite dans un addendum du 17 décembre 1985 au rapport de son ingénieur minier S.V. Burr, elle aura une meilleure idée de la façon d'aborder l'ensemble du programme d'exploration. Elle souligne la vaste expérience de ses dirigeants et les connaissances particulières de son président monsieur Jack Stoch, qui est lui-même géologue consultant et entrepreneur dans la région où se trouvent les terrains. On procédera d'abord à de la compilation et de l'analyse des anciens travaux effectués de façon à identifier les meilleures cibles potentielles.

Sur le deuxième point, la requérante reprend en substance la même argumentation. Elle entend réaliser les deux programmes restreints tels qu'ils furent modifiés le 17 décembre 1985, et soutient que ces travaux sont suffisants pour permettre à la société d'évaluer le potentiel des deux propriétés et l'opportunité de continuer ou non l'exploration.

Quant au troisième motif de refus, Globex soutient que les prémisses à la base de l'argument du Directeur sont fausses en ce que:

1° "Il est inexact de dire que la Société est inactive depuis 25 ans. En effet, cette Société a exploité durant les années 1950 la mine Lyndhurst, laquelle dut cesser d'être exploitée à cause de la chute du prix des métaux de base. Par la suite, la Société a continué à détenir des propriétés minières au stade de l'exploration, jusqu'en 1982."

2° "Il est inexact de dire que la Société ne possède aucun actif ni aucun terrain minier.

Le 29 octobre 1985, la Société a demandé d'être dispensée d'établir un prospectus pour effectuer le placement de 750 000 actions bloquées en contrepartie de la propriété Lyndhurst. Bien que les actions n'aient pas encore été émises étant donné qu'aucune réponse à ladite demande n'a encore été rendue, la Société détient tout de même un contrat exécutoire en autant qu'elle respecte son engagement d'émettre les 750 000 actions bloquées. D'ailleurs, présentement les propriétés sont transférées et enregistrées au nom de l'émetteur et ce dernier y effectue présentement des travaux de levés et de compilation. Quoi qu'il en soit, la Société possède néanmoins une option sur la propriété McWatters. De plus, comme il apparait aux états financiers joints au projet de prospectus, la Société possède un déficit accumulé de 3 670 104 $, ce qui sera avantageux pour la Société et ses actionnaires advenant une mise en exploitation commerciale."

Sur ce dernier point, la requérante fait valoir que ce déficit accumulé constitue un actif considérable, compte tenu de l'avantage fiscal qu'elle pourra en tirer dans l'hypothèse où ce montant serait déduit de son revenu imposable futur.

Pour ce qui est de consolider les 872 266 actions présentement en circulation, Globex soumet avec insistance que cela serait inutile et injuste pour les actionnaires actuels, puisque le capital-actions a déjà été réduit en 1974 à raison de dix anciennes actions pour une nouvelle, et que la dilution qui affecterait les nouveaux souscripteurs est bien dévoilée au prospectus et est dans les normes acceptées par le milieu.

A la demande de la Commission, monsieur Stoch, promoteur et président de Globex, a ensuite exposé en détail les modalités d'acquisition des deux concessions minières et des claims, expliqué les démarches qu'il a faites depuis 1982 et les coûts encourus, et justifié de son point de vue la contrepartie exigée pour leur cession à la société.

Les principaux arguments du Directeur

Le procureur du Directeur a fait témoigner monsieur Jean Lavallée, géologue, qui avait déjà été consulté au sujet des rapports géologiques et des programmes d'exploration.

De son témoignage, il ressort clairement que le programme d'exploration de 2 000 000 $ proposé pour la propriété McWatters est nettement sous-évalué. En examinant chacun des éléments, il a démontré qu'il en coûterait près du double pour réhabiliter les vieux puits installés au début des années 40 jusqu'à une profondeur de 1 500 pieds ainsi que les tunnels, treuils, etc. et faire les aménagements nécessaires pour continuer les forages. Il est d'avis que les travaux préliminaires de 125 000 $ proposés sont très minimes par rapport à l'ensemble et ne changeront pas grand chose au portrait général de l'affaire.

Quant à l'autre terrain, il est d'avis que le programme global de 487 000 $ est réaliste et justifié, mais croit que l'objectif initial de forer trois trous, au coût de 76 400 $, est insuffisant pour déterminer ou modifier la valeur de la propriété Lyndhurst.

En contre-interrogatoire, monsieur Lavallée a quand même reconnu que les travaux préliminaires recommandés sur les deux propriétés, quoique très minimes, peuvent être utiles si on vise des cibles précises pour vérifier des données ou des hypothèses nouvelles, à condition qu'on le dise bien.

Pour sa part, le procureur du Directeur a insisté sur l'insuffisance des travaux préliminaires proposés, dans le contexte du coût des terrains et des programmes globaux d'exploration nécessaires.

Sur le troisième motif de refus du Directeur, son procureur fait d'abord remarquer que la liste des actionnaires établie par le registraire et agent de transfert est incomplète; on identifie environ 300 porteurs inscrits de 430 000 actions, soit seulement la moitié des actions en circulation. Par ailleurs, le nouveau président de Globex, monsieur Stoch, a acquis privément plus de la moitié des actions comprises dans cette liste.

Selon le procureur, bien que la société ait détenu une concession minière jusqu'en 1982, cela ne la rendait pas "active" au sens général du terme, comme le montre la comparaison des états financiers joints au projet de prospectus avec les derniers disponibles au dossier, établis au 31 décembre 1973. De même, l'acquisition de deux grands terrains miniers est directement reliée à l'appel public à l'épargne.

Si ce placement était complété, le président et son groupe contrôleraient environ un million d'actions sur les 2 622 000 alors émises, et dont les porteurs d'environ 440 000 actions sont inconnus. De plus, la dilution pour les nouveaux souscripteurs sera de l'ordre de 67 %.

Le Directeur conteste enfin la prétention que le déficit accumulé (qui n'a pratiquement pas changé depuis 1973) puisse constituer une perte d'opérations reportable en diminution du revenu imposable des années futures.

Pour toutes ces raisons, et référant à trois décisions semblables* du précédent Directeur, le procureur soutient qu'il faut réduire le nombre d'actions émises de Globex par leur consolidation à un niveau

proportionnel à la valeur de l'actif de la société ou à la structure habituelle d'une nouvelle société d'exploration minière.

* Cf. : Compagnie Minière Gaspésie Ltée, 21 décembre 1979;
Compagnie Minière Baie Bateman Inc., 16 juin 1980;
Cabot Explorations Limited, 9 juillet 1980.

Analyse et observations
des membres de la Commission

La Commission reconnaît que ce n'est pas son rôle de dire aux dirigeants de l'émetteur comment procéder. Il incombe à ces derniers de décider et d'exposer clairement leur projet au prospectus.

Cependant, la Commission a le devoir d'apprécier si ce qui est offert est raisonnable et équitable dans les circonstances, en vue de la protection des épargnants. Les articles 15 et 276 de la Loi sur les valeurs mobilières sont clairs sur ce point : la divulgation de l'information pertinente, fût-elle complète, ne justifie pas à elle seule l'octroi du visa d'un prospectus.

Examinons maintenant les faits et les arguments dans cette optique.

En premier lieu, le programme complet des travaux recommandés sur la propriété McWatters n'est pas réaliste. L'émetteur n'a pas contesté les observations de l'expert.

Quant aux montants attribués aux travaux à effectuer sur les deux propriétés, ce qui recoupe en partie les deux premiers motifs de refus du Directeur, la preuve nous force à conclure qu'il s'agit de travaux préliminaires et très minimes, considérant toutes les circonstances.

Nous admettons qu'il soit généralement préférable de procéder par étapes successives. Toutefois, dans certains cas, des travaux préliminaires sont financés par un placement privé avant de faire appel public à l'épargne. Ou encore, la phase I permettra d'obtenir une appréciation suffisante pour décider de l'opportunité de continuer le programme. Dans le présent cas, on semble à la fois faire trop peu et viser trop grand. Il serait peut-être préférable de concentrer les efforts et l'emploi du produit quand même minime du placement proposé sur la plus prometteuse des deux propriétés. Est-il justifié de dépenser 125 000 $ en travaux préliminaires sur un vaste terrain qui a déjà été exploré en grande partie et exploité, et qui nécessite tant de réhabilitation, alors que la première option coûte 60 000 $ et qu'il faudra décider d'un deuxième versement de 100 000 $ d'ici six mois?

Sur le troisième point, nous réitérons la politique de la Commission à l'effet que l'émetteur doive consolider le capital-actions lorsqu'une société inactive et sans actifs repart à neuf. L'idéal serait justement de constituer une nouvelle société. Le présent cas nous paraît être à la limite.

A notre avis, l'avantage fiscal invoqué par la requérante est inexistant puisque les pertes de la société ont été réalisées il y a très longtemps, et par conséquent ne peuvent être utilisées pour réduire le revenu imposable futur. Cependant, considérant les éléments au dossier, les efforts soutenus du président pour valoriser la société et la réactiver, et la consolidation déjà effectuée, nous ne nous objecterions pas au maintien de la présente structure de capital.

Enfin, nous avons examiné attentivement les contrats d'acquisition des propriétés, puisqu'ils n'ont pas été conclus à distance. En règle générale, la cession d'un actif à l'émetteur doit alors être faite au coût du promoteur, y compris les frais additionnels engagés, à moins que des événements particuliers justifient une valeur marchande plus élevée, laquelle doit être déterminée par un évaluateur indépendant, tel qu'évoqué à l'article 7 de l'Instruction générale n° Q - 4. Il est à noter que l'usage d'octroyer 750 000 actions bloquées en contrepartie des terrains miniers qu'il apporte procure de généreux avantages au promoteur.

La considération convenue pour la propriété Lyndhurst comprend, outre les 750 000 actions nouvelles à être bloquées, des redevances de 2½ % des "net smelter returns" advenant la production commerciale, un paiement de 15 000 $, et des avances annuelles de 12 000 $ sur les redevances, à compter de 1990. Cela nous semble excéder considérablement les normes, notamment quant aux avances qui risquent de créer une cause de défaut de paiement et de perte de la propriété par l'émetteur au bénéfice du promoteur. Tel quel, ce contrat est inéquitable pour les épargnants et pour Globex.

De même, le prix et les modalités de la cession d'une option sur la propriété McWatters à Globex nous paraissent inéquitables dans les circonstances.

Dans l'ensemble, malgré le fait que le promoteur-dirigeant a assemblé des terrains intéressants, de grande superficie, en ajoutant plusieurs claims aux concessions minières, les risques sont néanmoins transférés par le promoteur et son groupe à Globex, à des conditions très onéreuses et, incidemment, insuffisamment décrites aux pages 4 et 18 du prospectus.

POUR CES MOTIFS,

La Commission rejette la requête, n'autorise pas l'émission de 750 000 actions en contrepartie partielle de terrains et refuse d'accorder le visa du prospectus de la société Entreprises minières Globex Inc., tel que soumis.

Objet: Mercurium Inc.

L'objet de l'audience

Cette audience publique tenue le 25 septembre avait pour objet de faire réviser par la Commission la décision n° AJ-29-86 rendue le 9 mai 1986 par Me Jacques Labelle, directeur des Affaires juridiques, par laquelle il interdisait à Mercurium Inc., ses dirigeants, salariés et représentants toute activité en vue d'effectuer le placement des titres de cette société.

Un bref historique

Mercurium Inc. a été constituée par les requérants le 15 juillet 1985 en vue d'effectuer un appel public à l'épargne et de devenir une société de placement dans l'entreprise québécoise (SPEQ). Le premier placement projeté devait être l'acquisition d'un maximum de 200 000 actions ordinaires de Services Informatiques Iceberg International Inc. ("Services") au prix de 5 $ chacune; les 450 000 autres actions ordinaires appartiennent à Systèmes Financiers Iceberg Inc. ("Systèmes"), société contrôlée par les requérants.

M. Normand Lassonde, secrétaire-trésorier de Mercurium Inc., est aussi le président de Services.

M. Gilles Imbeault, président de Mercurium Inc., est aussi le vice-président de Services.

Ci-après, messieurs Imbeault et Lassonde seront appelés "les requérants".

Le 27 décembre 1985, Mercurium Inc., par son procureur, déposait un prospectus provisoire à la Commission, pour lequel un visa fut accordé le 8 janvier 1986.

Le 7 janvier 1986, le directeur de l'Encadrement du marché inscrivait provisoirement Mercurium Inc. pour 75 jours à titre d'émetteur-placeur, et inscrivait de la même manière MM. Gilles Imbeault, Normand Lassonde et Yvan Rhoades à titre de représentants pour l'émetteur-placeur.

MM. Roland Côté, Harry J.F. Bloomfield et Pierre Dussault - Décision n° 7984, le 30 octobre 1986

Le 10 avril 1986, le directeur de l'Information ordonnait l'interruption du placement, vu l'écoulement des délais, et transmettait cette décision au procureur de la société.

Le 9 mai 1986, le directeur des Affaires juridiques rendait la décision qui fait l'objet de l'audience, considérant que la société continuait d'effectuer le placement de ses titres sans qu'un prospectus n'ait été visé, par des personnes qui ne détiennent pas l'inscription requise.

Après avoir entendu les requérants conformément aux dispositions de l'article 318 de la Loi sur les valeurs mobilières, le 22 mai 1986, le directeur maintenait ladite interdiction jusqu'à ce que la situation de la société soit régularisée auprès de la Direction de l'information.

Les motifs du procureur de la
Direction des affaires juridiques

Me St Pierre a déposé un volumineux dossier comprenant tous les documents pertinents ainsi que la chronologie des événements.

C'est une plainte reçue d'un épargnant le 8 mai qui a provoqué l'intervention du directeur le lendemain. En effet, cette personne avait reçu une lettre non sollicitée de Mercurium Inc. datée du 28 avril 1986, signée par M. Imbeault, l'invitant à acheter des actions de la société. Ce document contient plusieurs annexes dont des prévisions financières très optimistes qui n'apparaissaient pas au prospectus provisoire.

Certaines phrases de la lettre ont été soulignées, telles : "La vente des actions de Mercurium se déroule assez bien..."; "Le prospectus que vous avez déjà reçu contient surtout des informations d'ordre légal mais jette très peu de lumière sur le potentiel futur de Mercurium et d'Iceberg International Inc."; "A date, les montants individuels investis varient entre 1 000 $ et 10 000 $"; "La présente phase de financement se terminera le 30 juin 1986."; "Je vous invite, par la présente, à vous joindre à notre nombre grandissant d'actionnaires...". Enfin, l'auteur annonçait le rachat d'une partie des actions dans un délai de deux ans et proposait des formulaires d'emprunt auprès d'une succursale d'une banque à charte.

Selon le procureur, les requérants ne disposaient d'aucune dispense ni ne détenaient les visa et inscriptions requises pour effectuer un placement.

Les arguments des requérants

Les requérants ont affirmé n'avoir jamais été informés personnellement, avant le 9 mai, de la décision du 10 avril 1986 rendue par le directeur de l'information qui ordonnait à Mercurium Inc. l'interruption du placement des titres décrits dans le prospectus provisoire du 27 décembre 1985, et qui exigeait en outre que le contenu de cet ordre soit diffusé à toutes les personnes auxquelles le prospectus a été transmis. Reprenons aussi quelques extraits de leur mémoire soumis à l'audience : "[Nous] étions tellement surpris de l'interdiction sur Mercurium Inc...." (p. 3); "Cette lettre date du 10 avril et en fait, ce n'est que le 9 mai que nous avons été informés par Me Labelle qu'une interdiction pesait sur Mercurium Inc., cette fois à la bonne adresse." (à leur bureau, et non chez leur procureur). "Quant à nous, nous avons été informés en avril par notre procureur qu'un délai avait été obtenu et que le prospectus provisoire contenait amplement d'information requise par la Commission, il était tout à fait légitime pour nous de croire que nous étions parfaitement en règle."

Cet argument explique le suivant, à l'effet que les requérants avaient décidé en mars ou avril 1986 d'effectuer plutôt un placement privé, vu les exigences onéreuses d'informations additionnelles requises par la Direction de l'information lors de l'examen du prospectus provisoire (on demandait une évaluation indépendante du droit de mise en marché et d'exploitation inscrit au bilan comme le seul actif de Services au montant de 1 125 000 $, acquis dans une transaction entre sociétés apparentées), qu'ils avaient mandaté leur procureur d'en aviser la Commission, et qu'ils croyaient aussi que Mercurium était soit une société fermée ou une compagnie privée.

Enfin, même si l'interdiction s'avérait fondée, les requérants demandent maintenant à la Commission de la rapporter puisqu'elle n'est plus nécessaire et qu'elle affecte leur réputation et le développement de leurs affaires.

Constatations additionnelles lors de l'audience

1) Me St Pierre a mis en preuve la copie d'une lettre du 28 avril adressée à Mercurium Inc. à l'attention de M. Normand Lassonde, par leur procureur (qui s'est désisté du dossier depuis). La lettre réfère à une conversation téléphonique au cours de laquelle le

procureur avait avisé M. Lassonde que la Commission avait ordonné l'interruption du placement des titres de Mercurium Inc. en vertu du prospectus provisoire daté du 27 décembre 1985.

Confrontés à l'évidence, les requérants ont admis avoir reçu de leur procureur cette information par téléphone, quelques jours avant la lettre du 28 avril.

2) Les requérants savaient que leur inscription d'émetteur-placeur et de représentants expirait 75 jours après le 8 janvier 1986. Ils n'ont pas expliqué de manière satisfaisante pourquoi ils n'en ont pas tenu compte.

3) Les requérants n'ont pas été en mesure de justifier leur décision de solliciter les épargnants dans le cadre d'un placement privé en règle. La lettre du 28 avril reçue de leur procureur était bien claire : "Nous comprenons que vous avez l'intention de poursuivre cette affaire. Il sera donc nécessaire de déposer un nouveau prospectus provisoire ou un projet de prospectus auprès de la Commission... N'hésitez pas à communiquer avec le soussigné pour tout renseignement additionnel."

De plus, dans une lettre du 5 juin 1986 adressée à la Commission, et produite à l'audience, les anciens procureurs exprimaient leur désaccord complet avec la teneur d'une lettre du 12 mai adressée par M. Gilles Imbeault à la Commission "puisque nous n'avons reçu, en aucune circonstance, les instructions de procéder à une demande d'exemption de prospectus dans le cadre d'un placement privé par Mercurium Inc.... Il n'a jamais été question de placement privé et en aucune circonstance nous avons conseillers (sic) à nos clients de procéder de la manière qu'ils l'ont fait."

A ce sujet, les requérants ont admis avoir "choisi 100 noms pour un sondage de l'opinion quant à un placement privé", à qui ils ont adressé les documents datés du 28 avril 1986. Cet envoi postal devait être suivi d'un autre envoi à une liste de 900 personnes.

4) Le visa d'un prospectus provisoire permet seulement au courtier, en l'occurrence l'émetteur-placeur Mercurium Inc., et à ses représentants inscrits, de recueillir des intentions de souscription.

Les requérants ont admis avoir reçu des souscriptions et des chèques, et les avoir conservés dans leurs tiroirs, temporairement. Or, même s'il y avait incompréhension de cette restriction fondamentale, le prospectus provisoire indiquait bien que le produit des souscriptions

devait être déposé auprès du fiduciaire, pour n'être remis à la société que selon les conditions prévues; si, à une date à déterminer, l'offre minimale de 200 000 $ n'est pas souscrite, les montants reçus seront remis en entier aux souscripteurs. Ils ont aussi ignoré cette clause.

Les requérants ont admis avoir encaissé ces chèques en avril 1986, après avoir avisé les souscripteurs qu'ils procédaient maintenant par voie de placement privé. Ces encaissements ont d'abord été inscrits comme avances des souscripteurs, puis ensuite convertis en capital-actions lors de l'émission des certificats d'actions. Rappelons que ni le visa du prospectus définitif ni une dispense de prospectus n'avaient été accordés par la Commission, de sorte que ces opérations n'étaient pas conformes à la Loi et au Règlement.

5) Selon les états financiers non vérifiés de Mercurium Inc. établis au 30 juin 1986, reçus subséquemment des requérants à la demande expresse des commissaires audienciers, de même que la liste des actionnaires et une photocopie du registre des actionnaires, la société a émis 14 420 actions à 31 personnes pour un montant de 72 100 $ (excluant les 20 actions souscrites et payées 100 $ par les requérants). Le registre des actionnaires montre que les actions émises aux épargnants y ont toutes été inscrites les 8 et 9 avril, mais il n'indique pas les numéros des certificats ni le nombre d'actions au nom de chaque individu.

Durant l'exercice terminé le 30 juin 1986, la société a dépensé 101 465 $, de sorte qu'elle présentait alors un déficit de 29 265 $. Il est à noter que le produit n'a pas été utilisé pour l'achat d'actions de Services Informatiques Iceberg International Inc., tel qu'indiqué tant dans le prospectus provisoire expiré que dans la lettre de sollicitation du 28 avril.

6) Les requérants ont allégué leur bonne foi constante, mais peut-être mal guidée à cause de malentendus ou de confusions, et ont fait un procès d'intentions au personnel de la Commission. Les faits montrent plutôt leur peu de souci de s'assurer qu'ils comprennent et respectent leurs obligations et la Loi sur les valeurs mobilières. Leurs explications et interprétations à posteriori ne collent pas à la réalité. De plus, les requérants ont carrément induit la Commission en erreur sur des éléments importants.

La décision

La Commission constate que des actions ordinaires de Mercurium Inc. ont été offertes et vendues illégalement au public par la société et les requérants. En conséquence, elle considère que l'interdiction prononcée le 9 mai 1986 était bien fondée en fait et en droit.

De plus, dans les circonstances, la Commission décide qu'il est nécessaire, pour la protection des épargnants, de maintenir l'interdiction, en vertu de l'article 265 de la Loi, à Mercurium Inc., ses dirigeants, salariés et représentants, de toute activité en vue d'effectuer le placement des titres de Mercurium Inc.

La présente décision restera en vigueur tant qu'elle ne sera pas expressément rapportée par une nouvelle décision écrite de la Commission.

Objet: Sollicitation par le preneur ferme avant le visa du prospectus simplifié provisoire

ATTENDU que, dans certains cas, le preneur ferme s'engage irrévocablement avant d'obtenir le visa du prospectus simplifié provisoire;

ATTENDU qu'il assume alors un risque important qu'il ne peut atténuer, puisque la Loi ne l'autorise à solliciter des souscripteurs ou acquéreurs éventuels qu'à compter du visa du prospectus simplifié provisoire;

ATTENDU qu'on ne porterait pas atteinte à la protection des épargnants en autorisant le courtier à solliciter des souscripteurs ou acquéreurs éventuels dans les jours précédant le visa du prospectus simplifié provisoire;

EN CONSÉQUENCE, la Commission dispense, en vertu de l'article 263, le preneur ferme de l'application des articles 11 et 21 de la Loi, en l'autorisant à solliciter des souscripteurs ou acquéreurs éventuels durant les deux jours ouvrables précédant le visa du prospectus simplifié provisoire ou, dans le cas d'un prospectus simplifié provisoire déposé en vertu de l'Instruction générale canadienne n° 1, durant les deux jours ouvrables précédant le visa de l'autorité principale et durant les trois jours ouvrables précédant le visa des autres autorités, pourvu qu'il n'accepte aucun engagement de leur part.

Cette dispense est assortie des conditions suivantes:

1° l'émetteur remplit les conditions prévues aux paragraphes 1° et 2° de l'article 160, à l'article 161 ou à l'article 162 du règlement;

2° l'émetteur a conclu avec le preneur ferme un contrat irrévocable qui détermine les conditions de l'émission, qui oblige le preneur ferme à souscrire l'émission et qui oblige l'émetteur à déposer auprès de la Commission et à faire viser le prospectus simplifié provisoire dans les deux jours ouvrables suivant la signature du contrat ou, dans le cas d'un prospectus simplifié provisoire déposé en vertu de l'Instruction générale canadienne n° 1, dans les deux jours ouvrables suivant la signature du contrat pour l'autorité principale et dans les trois jours ouvrables suivant la signature du contrat pour les autres autorités;

Décision n° 8058, le 17 décembre 1986

3° dès que le prospectus simplifié provisoire est visé, un exemplaire en est transmis à toutes les personnes qui ont manifesté ou qui manifestent un intérêt dans l'émission;

4° aucune souscription ou acquisition ne peut être acceptée avant le visa du prospectus simplifié définitif.

- Régimes particuliers

Objet: Contrats à terme sur lesquels les opérations à terme peuvent porter

ATTENDU que l'article 1.1 du Règlement sur les valeurs mobilières prévoit que les contrats à terme sont des formes d'investissement assujetties aux titres V à VII et IX à XI de la Loi sur les valeurs mobilières (L.R.Q., chapitre V-1.1);

ATTENDU que l'article 1.4 de ce règlement prévoit que la Commission devra établir la liste des contrats sur lesquels les opérations à terme peuvent porter;

EN CONSÉQUENCE, la Commission décide que les opérations à terme peuvent porter sur les contrats suivants:

1° les contrats à terme négociés sur la Bourse de Montréal, sur le Toronto Futures Exchange et sur le Winnipeg Commodity Exchange;

2° les contrats à terme négociés sur une bourse de marchandises établie aux États-Unis et désignée par la Commodity Futures Trading Commission comme marché à terme conformément au Commodity Exchange Act (États-Unis);

3° les contrats à terme négociés sur le London Metal Exchange ou conformément aux règles de cette bourse;

4° les contrats à terme négociés sur une bourse de marchandises établie à l'extérieur du Canada et des États-Unis, à l'exception du London Metal Exchange.

La présente décision remplace la décision n° 7173, du 7 décembre 1984.

Décision n° 7712, le 9 avril 1986

Objet: Prospectus simplifié de la Société d'investissement à capital variable ou du fonds commun de placement

CONSIDÉRANT que l'article 64 de la Loi prévoit un prospectus simplifié d'une forme particulière pour la société d'investissement à capital variable ou le fonds commun de placement;

CONSIDÉRANT que l'article 18 de la Loi prévoit que, pour établir un prospectus simplifié, l'émetteur doit satisfaire depuis un an aux obligations d'information définies au titre III de la Loi;

CONSIDÉRANT que l'Instruction générale canadienne n° 36, organisant un régime semblable à celui introduit par la Loi sur les valeurs mobilières, n'impose pas une telle condition pour l'établissement d'un prospectus simplifié par la société d'investissement à capital variable ou le fonds commun de placement;

CONSIDÉRANT que la Commission peut, en vertu de l'article 263 de la Loi, dispenser des obligations prévues au titre II, pour autant que la dispense ne porte pas atteinte à la protection des épargnants;

EN CONSÉQUENCE, la Commission dispense la société d'investissement à capital variable et le fonds commun de placement de l'observation de la condition prévue au paragraphe 2° de l'article 18 de la Loi en vue de l'établissement d'un prospectus simplifié ou d'un prospectus simplifié provisoire.

Décision n° 7734, le 21 avril 1986

- L'information sur les valeurs en circulation

Objet: Dispense de rapport annuel pour les sociétés en commandite et les émetteurs non constitués en société

ATTENDU QUE l'activité de la plupart des sociétés en commandite et des émetteurs non constitués en société ne présente, le plus souvent, qu'une évolution très restreinte d'une année sur l'autre;

ATTENDU QUE, dans ces circonstances, l'information généralement présentée au rapport annuel n'apporte guère de complément utile aux états financiers et au rapport du vérificateur;

ATTENDU QUE la Commission peut en vertu de l'article 263 de la Loi dispenser une personne d'obligations prévues par la Loi ou par le Règlement, lorsqu'elle estime que cette dispense ne porte pas atteinte à la protection des épargnants;

EN CONSÉQUENCE, la Commission dispense la société en commandite et l'émetteur non constitué en société, autre qu'un fonds commun de placement, de l'obligation d'établir et de faire parvenir à leurs porteurs un rapport annuel contenant l'information prévue à l'article 119 du Règlement, dans la mesure où leurs titres ne sont pas négociés sur un marché organisé au sens de l'article 296 du Règlement. La présente dispense ne s'étend pas aux états financiers annuels et au rapport du vérificateur.

Décision, n° 7905, le 15 août 1986

Objet: Déclarations d'initiés

Note: On trouvera ci-dessous le texte d'une décision de la Commission qui introduit une nouvelle formule de déclaration d'initié et réaménage le régime de ces déclarations.

La nouvelle formule a été mise au point à la suite de discussions entre les différentes commissions et avec les autorités fédérales, en sorte qu'on peut l'utiliser pour toutes les déclarations qui doivent être faites au Canada. La Commission en fera parvenir des exemplaires aux initiés qui déposent leurs déclarations au Québec; à compter de ce moment, la Commission acceptera les déclarations produites sur les nouvelles formules.

La décision de la Commission accorde également une dispense de déclaration pour les opérations dont le montant cumulatif est de 5 000 $; lorsque l'initié fait une opération qui lui fait atteindre le seuil de 5 000 $, il doit déclarer l'ensemble des opérations non encore déclarées, dans un délai de 10 jours. Par la suite, il peut recommencer à cumuler des opérations jusqu'au moment où il atteindra à nouveau le montant de 5 000 $.

ATTENDU que les autorités canadiennes en matière de valeurs mobilières se sont entendues entre elles et avec les autorités fédérales sur un formulaire uniforme de déclaration d'initiés;

ATTENDU qu'il est possible, sans porter atteinte à la protection des épargnants, d'éliminer les déclarations relatives à des opérations peu importantes;

ATTENDU que cette simplification réduirait considérablement le nombre des déclarations d'initiés, sans diminuer l'information utile qu'on peut en tirer;

EN CONSÉQUENCE, la Commission prend les mesures suivantes, en vertu du pouvoir de dispense prévu à l'article 263 de la Loi:

1° les initiés tenus de faire une déclaration en vertu du chapitre IV du titre III de la Loi sont dispensés d'utiliser le formulaire I du Règlement, à la condition de présenter leur déclaration sur le formulaire uniforme, donné en annexe;

Décision n° 8059, le 17 décembre 1986

2° les initiés sont dispensés de faire une déclaration tant que le montant cumulatif des opérations non déclarées est inférieur à 5 000 $; dès que le montant de 5 000 $ est atteint, les initiés doivent déclarer l'ensemble des opérations non encore déclarées, dans un délai de 10 jours.

La présente décision prend effet le 1er février 1987.

- Les offres publiques

Objet: Offre publique d'achat de Gulf Canada Corporation sur Hiram Walker Resources Limited

Nous avons pris en considération l'argumentation de Hiram Walker et de Gulf Canada, des bourses de Montréal et de Toronto ainsi que du personnel de la Commission et de l'Ontario Securities Commission. Nous jugeons que la Bourse n'a ni appliqué un mauvais principe, ni commis une erreur de droit, ni négligé un élément important de preuve, pour reprendre la formulation de l'Ontario Securities Commission dans l'affaire Trizec Equities Limited. Nous estimons aussi que la Bourse a bien compris et bien appliqué la notion de l'intérêt public dans cette affaire. Les avocats de Hiram n'ont pas apporté d'élément nouveau de preuve, ni soulevé de question nouvelle qui nous justifie d'intervenir en vue de modifier les conditions de l'offre pour protéger l'intérêt public.

Un certain nombre de points techniques ont été soulevés concernant les règles de la Bourse sur les offres publiques d'achat. Ces questions, hautement techniques, ne mettent pas en cause les droits des actionnaires de la société visée et ne portent aucunement atteinte à ces droits. Quant à la possibilité que ces objections techniques auront pour effet de sortir l'offre publique de la définition donnée par les règles de la Bourse, nous estimons, sur le fondement de la preuve et de l'argumentation qui nous ont été présentées, que ce n'est pas le cas. La Bourse n'a pas commis d'erreur dans l'interprétation de ses règles.

Quant aux pouvoirs exercés par la Bourse, nous jugeons qu'ils ont été exercés correctement. La Bourse, en tant qu'organisme d'autoréglementation doté du pouvoir de contrôler les offres publiques faites par son intermédiaire, a l'obligation d'examiner les documents qui lui sont soumis pour veiller à ce que ses règlements soient observés et que l'intérêt public soit sauvegardé. Nous estimons que la Bourse s'est acquittée de sa mission dans la présente affaire, en sorte que nous n'avons pas de raison d'intervenir.

En ce qui concerne la question des actionnaires américains, dont on dit qu'ils sont un grand nombre, il serait souhaitable que l'offre soit faite à tous les actionnaires. Toutefois, nous ne sommes pas sans savoir qu'il existe une réglementation différente dans les provinces canadiennes et en droit fédéral américain. Si les ressemblances sont nombreuses, les différences le sont tout autant et un initiateur peut avoir des raisons

---

MM. Paul Guy et Maurice Cusson - Décision n° 7759, le 27 mars 1986
Il s'agissait d'une décision conjointe avec l'Ontario Securities Commission composée de MM. Stanley M. Beck, Charles Salter, Paul L. Waitzer et de Mme Frances H. Carmichael.

légitimes de ne pas faire son offre dans un autre État, pour éviter de se soumettre à une autre réglementation. Il convient de rappeler que la Commission et l'Ontario Securities Commission ont eu des pourparlers avec la S.E.C. sur la réciprocité en vue de faciliter les offres publiques de part et d'autre de la frontière. La coopération internationale est un objectif qu'on atteint graduellement et d'ici à ce qu'on atteigne une plus grande coopération, il subsistera fatalement certains inconvénients pour les actionnaires des deux pays. Nous sommes au courant de la situation des actionnaires américains de Hiram Walker et nous continuons nos efforts pour arriver à une entente au plan international.

Compte tenu de l'ensemble des circonstances, la demande est rejetée.

Objet: Offre publique d'achat de 2434-5860 Québec Inc., faite le 12 juin 1986, sur les actions ordinaires de Groupe Prêt et Revenu

L'objet de l'audience

L'audience tenue le 26 juin 1986 avait été convoquée par la Commission en vue de déterminer si l'offre publique d'achat faite le 12 juin 1986 par 2434-5860 Québec Inc. ("l'initiateur") sur les actions ordinaires de Groupe Prêt et Revenu ("la société visée" ou "GPR") pouvait se poursuivre sans qu'une évaluation indépendante de la société visée ait été transmise aux actionnaires selon les dispositions de l'article 183 du Règlement d'application de la Loi sur les valeurs mobilières.

Les faits pertinents

L'initiateur est une société de portefeuille personnelle nouvellement constituée dont toutes les actions appartiennent à M. Jean-Paul Tardif et à son épouse. M. Jean-Paul Tardif est aussi le président de la société visée.

Le Groupe Prêt et Revenu est une société ouverte, mais non un émetteur assujetti, qui compte environ 250 actionnaires. Cette société de gestion comprend quatre filiales, soit : Fiducie Prêt et Revenu, Aeterna-Vie, compagnie d'assurances, La St-Maurice, compagnie d'assurances et Les Services Prêt et Revenu Ltée.

D'après les états financiers vérifiés, établis selon les principes comptables qui y sont décrits, l'actif de la société visée s'élevait à 503 074 000 $ au 31 décembre 1985; l'avoir des actionnaires était de 20 309 000 $, soit 33,85 $ par action. Le bénéfice net de l'année 1985 se chiffrait à 3 516 000 $, soit 5,86 $ par action, et un dividende de 0,92 $ fut distribué aux actionnaires ordinaires.

Selon la note d'information, l'initiateur détient 440 138 actions ordinaires de la société visée, soit 73,36 % des actions émises. Compte tenu des actions détenues personnellement par M. Tardif, son épouse et leurs enfants, le total représente 77,31 % des actions émises de GPR.

L'offre publique d'achat, au prix de 25 $ l'action, vise toutes les actions ordinaires de la société visée; toutefois, l'initiateur se réserve le droit de retirer son offre si, notamment, à la date de clôture, il n'a pas augmenté sa participation à au moins 90 % des actions ordinaires émises de GPR.

MM. Paul Guy, Roland Côté et Maurice Cusson - Décision n° 7829, le 25 juillet 1986

A la page 12 de la note d'information, on lit ceci : "Suite à l'acquisition du nombre minimum requis d'actions de GPR par 2434-5860 Québec Inc., cette dernière a l'intention de faire en sorte, dès que GPR aura au plus 50 actionnaires, que GPR acquière le statut de corporation privée au sens de la Loi de l'impôt sur le revenu (Canada) et de la Loi sur les impôts (Québec), et de société fermée, au sens de la Loi sur les valeurs mobilières (Québec), puis de se fusionner avec GPR."

Au début de l'audience, le Directeur des affaires juridiques de la Commission est intervenu pour présenter des observations sur certaines lacunes mineures de la note d'information auxquelles l'initiateur devrait remédier.

L'argumentation de l'initiateur

Sur l'objet premier de l'audience, à savoir l'évaluation exigée par l'article 183 du Règlement, le procureur de l'initiateur a rappelé l'historique de la société visée et comment M. Jean-Paul Tardif qui en est le fondateur et principal actionnaire en est arrivé à la décision de faire une offre publique d'achat des actions, et comment il a déterminé le prix.

A son avis, l'article 183 du Règlement ne s'applique pas en l'espèce, pour les deux motifs suivants :

1° l'initiateur ne compte pas acquérir toutes les actions ordinaires : il ne vise qu'à en obtenir 90 %;

2° l'initiateur n'a pas à transformer la société visée en société qui pourrait être assimilée à une société fermée, puisqu'elle peut présentement y être assimilée et s'est toujours comportée comme telle (par exemple, il n'existe pas de marché organisé pour ses actions et elle n'est pas assujettie aux obligations d'information continue).

Enfin, bien qu'il ne soit pas d'accord avec l'interprétation de la Commission quant à l'applicabilité de l'article 183 du Règlement, le procureur de l'initiateur demande à la Commission de lui accorder la dispense d'établir l'évaluation indépendante de la société visée en vertu des pouvoirs qui lui sont réservés par l'article 263 de la Loi, pour les motifs suivants :

1° Aucun préjudice n'est causé aux actionnaires minoritaires de GPR, car elle continuera d'être réglementée quant à ces derniers de la même façon qu'avant l'offre; l'absence de marché continuera après comme avant l'offre, quel qu'en soit le résultat, et l'émetteur demeurera non assujetti aux obligations d'information continue; l'initiateur n'entend pas exercer le droit d'expropriation que la Loi sur les compagnies (Québec) lui accorde dans les circonstances; ce n'est donc pas une tentative d'évincer ou d'opprimer les actionnaires minoritaires; de plus, l'initiateur n'a pas retenu de courtier ou de démarcheur en vue d'inciter les porteurs à déposer leurs titres, leur laissant le choix et le droit entier d'accepter ou de refuser l'offre; enfin, l'initiateur n'a pas l'intention de dissoudre GPR ni de vendre ses intérêts.

2° L'intention annoncée de voir à ce que GPR acquière le statut de corporation privée si l'initiateur acquiert 90 % des actions et qu'il reste moins de 50 actionnaires, est basée sur des considérations purement pratiques et d'ordre fiscal avant tout, d'où la condition minimale. Quant à la mention du fait que GPR obtiendrait éventuellement le statut de société fermée au sens de la Loi sur les valeurs mobilières, l'initiateur a précisé que ce n'était pas là son intention et qu'il est prêt à réviser la note d'information pour éliminer cette déclaration.

En outre, s'appuyant sur les règles d'interprétation qui permettent de recourir à l'historique législatif ainsi qu'aux sources, le procureur de l'initiateur est d'avis que l'offre ne serait pas soumise à l'obligation d'évaluation prévue à l'article 164 du Règlement ontarien, puisqu'il ne s'agit pas ici d'une "going private transaction". De plus, même s'il s'agit bien d'une offre publique d'achat faite par un initié, il prétend que l'initiateur bénéficierait d'une dispense d'évaluation selon les critères de l'instruction générale n° 9.1 de l'O.S.C., puisque la dispense peut être accordée si le prix est établi par une personne indépendante, ou s'il représente la juste valeur des titres, ou si le marché ne sera pas substantiellement moins liquide après l'offre.

L'argumentation du procureur de la Commission

Pour Me Cristel, il n'y a aucun doute que l'offre vise la totalité des actions, même si l'initiateur se contenterait d'en accepter 90 %. Prétendre le contraire est une contorsion intellectuelle. Il n'est pas nécessaire de rechercher l'intention de l'initiateur puisque l'offre parle d'elle-même, et que celui-ci a d'ailleurs obtenu un crédit bancaire suffisant pour lui permettre d'acquérir toutes les actions.

Le procureur de la Commission soutient que, dans les circonstances, les motifs avancés ne sauraient justifier l'octroi d'une dispense

d'évaluation de la société visée, compte tenu du fait qu'il s'agit d'une offre par un initié et qu'il n'y a pas de marché organisé où se négocient les actions. Les obligations de l'article 183 du Règlement, qui visent l'information et la protection des épargnants, doivent donc être respectées.

Observations des membres de la Commission

1. L'article 183 du Règlement s'applique, sans l'ombre d'un doute, dans le cas présent, puisque l'offre publique d'achat porte sur la totalité des actions et qu'il n'y a pas de marché pour les titres.

2. Comme l'indiquait le Directeur des affaires juridiques, et selon les renseignements obtenus lors de l'audience, l'acquisition de 84 745 actions faite le 6 juin par l'initiateur contrevenait aux obligations imposées par le titre IV de la Loi, puisqu'elle a été faite par voie de conventions distinctes avec plus de 14 personnes. Même si les conventions n'étaient intervenues qu'avec 14 porteurs ou moins, l'initiateur aurait dû obtenir au préalable l'approbation de la Commission quant au prix de référence, puisqu'il n'existait pas de cours du marché. S'il y avait 15 porteurs ou plus, il ne pouvait pas procéder par voie de conventions distinctes et aurait dû lancer dès lors son offre publique d'achat.

   Il est opportun de rappeler ici que toute autre acquisition d'actions par l'initiateur, tant avant la présente offre qu'une fois celle-ci terminée, était et sera assujettie aux dispositions du titre IV de la Loi, notamment de l'article 116 de la Loi et de l'article 187 du Règlement. Puisque l'initiateur contrôle plus de 20 % des actions ordinaires de GPR, chaque acquisition additionnelle d'actions déclenche le mécanisme d'une offre publique. Comme il n'est pas possible d'établir un prix de référence significatif à partir duquel on calcule la marge de variation, le prix d'achat doit alors être approuvé par la Commission.

3. Il est inexact de prétendre que l'offre telle quelle ne saurait causer quelque préjudice aux actionnaires minoritaires qui la refuseraient. En effet, contrairement aux cas d'expropriation, ils seraient privés du droit de recourir aux tribunaux pour obtenir une évaluation. De plus, advenant la réussite de l'offre, les minoritaires se retrouveraient en nombre très réduit et détiendraient moins de 10 % des actions; le marché serait nécessairement beaucoup moins liquide qu'avant. Enfin, il est à noter qu'avant l'acquisition illégale de 84 745 actions le 6 juin, l'initiateur et sa famille détenaient 379 120 actions, soit 63,19 % des actions ordinaires émises de GPR; les minoritaires avaient alors, comme groupe, un

certain degré d'influence, notamment le pouvoir de s'opposer à certaines mesures touchant la structure de GPR.

4. La Commission a le devoir d'imposer à l'initiateur l'obligation d'obtenir et de transmettre aux porteurs d'actions une évaluation indépendante de la société visée, sur des hypothèses de permanence ou de liquidation, pour assurer l'information et la protection des actionnaires, car l'offre est faite par un initié et il n'existe pas de marché organisé.

5. De plus, certains actionnaires dissidents avaient sollicité l'intervention de la Commission pour qu'elle exige la préparation d'une évaluation indépendante; ils étaient représentés à l'audience par Me Charles Tremblay.

6. La Commission fait remarquer en passant que la différence de rédaction entre l'article 183 du Règlement et la disposition ontarienne correspondante n'est pas le fruit du hasard, mais répond à une volonté d'avoir un article de portée plus étendue. Quant à la probabilité d'obtenir une dispense chez nos voisins, il est permis d'en douter très fortement dans les circonstances.

7. La Commission considère que les lacunes additionnelles soulevées doivent être corrigées, à savoir : apporter un supplément à la note d'information pour fournir des détails quant à la disponibilité des fonds de l'initiateur et à l'acquisition antérieure d'un bloc de 355 393 actions d'une société liée, et obtenir l'accord de la Commission concernant toutes les modifications au contrôle de l'inscrit GPR.

Pour ces motifs, la Commission a conclu que l'évaluation de la société visée, exigée par l'article 183 du Règlement, est indispensable et a prononcé les interdictions qui suivent, communiquées aux parties dès le lendemain de l'audience.

La Commission interdit à 2434-5860 Québec Inc., en vertu de l'article 265 de la Loi :

1° d'acquérir les actions ordinaires du Groupe Prêt et Revenu;

2° de prendre livraison et d'effectuer le règlement des titres déposés en réponse à l'offre du 12 juin 1986.

Cette interdiction demeurera en vigueur jusqu'à ce que 2434-5860 Québec Inc. ait déposé auprès de la Commission et transmis aux porteurs, y compris ceux qui ont déjà déposé leurs titres, une modification de la note d'information de manière à y inclure une évaluation de la société visée et à corriger certaines lacunes soulevées au cours de l'audience.

OBJET: Offre publique d'achat de Cascades Inc. sur les actions catégorie A et catégorie B de Rolland Inc.

L'audience

Une audience publique a été tenue les 13 et 14 janvier 1987, conjointement avec la Commission des valeurs mobilières de l'Ontario, concernant certaines irrégularités qui auraient été commises à l'occasion de l'offre publique d'achat de Cascades sur toutes les actions catégorie A, sans droit de vote, et toutes les actions catégorie B, comportant droit de vote, de Rolland. Cette offre a eu lieu le 21 novembre 1986.

L'audience a été tenue à la demande de la société Rolland. Le personnel de la Commission s'est joint à Rolland. Les irrégularités alléguées étaient au nombre de trois :

1° L'offre contient une condition qui n'est pas permise par la loi, à savoir le dépôt d'un pourcentage minimal de titres d'une autre catégorie que celle sur laquelle porte l'offre.

2° La note d'information ne contient pas d'information sur les pourparlers antérieurs de Cascades avec les actionnaires qui détiennent le contrôle de Rolland et sur la fin de non-recevoir que ceux-ci ont opposée aux propositions de Cascades, alors qu'il s'agit de faits importants dont la note d'information aurait dû faire état.

3° La renonciation à la condition que 90 % des actions catégorie A et catégorie B soient déposées, accompagnée du refus de prendre livraison des actions catégorie A déposées en réponse à l'offre, constitue une modification des conditions de l'offre qui aurait dû donner lieu à un avis de modification et faire renaître en faveur des porteurs ayant déposé leurs actions un droit de révocation d'une durée de 10 jours.

De plus, la Commission s'est réservée le droit d'examiner toute autre allégation concernant l'offre publique qui pourrait être faite au cours des débats.

MM. Lucien Rolland, président du conseil et chef de la direction de Rolland, Bernard Lemaire, président de Cascades, Denis Chevrette, directeur-adjoint, services fiduciaires aux sociétés de la Fiducie du Québec et Réal Cloutier, vice-président de McNeil, Mantha Inc. ont témoigné.

MM. Paul Guy, Roland Côté et Maurice Cusson - Décision n° 8112, le 11 mars 1987. Il s'agissait d'une audience conjointe avec l'Ontario Securities Commission composée de M. Charles Salter et Jack W. Blain.

Les allégations

1° La condition illégale

L'offre aurait contenu une condition illégale du fait qu'elle prévoyait le dépôt d'un pourcentage minimal des actions de catégorie A alors que l'offre portait sur les actions de catégorie B conformément à la Loi. Il est vrai que les dispositions concernant les offres publiques de la Loi ne s'appliquent qu'aux titres comportant droit de vote et que l'article 126 de la Loi prévoit notamment que l'offre ne peut être retirée que si l'initiateur n'a pas recueilli le nombre minimal de titres, c'est-à-dire le nombre minimal d'actions comportant droit de vote.

Toutefois, l'article 19 de l'instruction générale n° Q - 17 prévoit que les dispositions de la Loi s'appliquent également dans le cas d'une offre sur des actions sans droit de vote. Cascades n'était pas obligée de faire une offre sur les actions de catégorie A, mais elle a choisi de le faire. Elle était alors obligée de se conformer à l'instruction générale n° Q - 17 et de respecter les dispositions du Titre quatrième de la Loi.

Cependant, il n'en résulte pas que l'offre sur des actions comportant droit de vote pouvait être assortie de la condition du dépôt d'un nombre minimum de titres sans droit de vote, ni que l'offre sur des actions sans droit de vote pouvait être assortie de la condition du dépôt d'un nombre minimum de titres comportant droit de vote.

Bien qu'il s'agisse là d'une irrégularité, puisqu'on n'avait pas pris le soin de demander une dispense, nous estimons qu'elle est de nature purement technique. La Commission rejette donc la première allégation.

2° Les lacunes de l'information

M. Lucien Rolland, qui contrôle 57 % des actions de catégorie B de Rolland a fait état dans son témoignage des pourparlers qu'il a eus avec M. Bernard Lemaire concernant l'acquisition de ses actions par Cascades. A un moment, M. Lemaire a offert 20 $ l'action pour les actions de catégorie A et les actions de catégorie B de M. Rolland; cette offre, faite le 16 octobre, était accompagnée de la proposition d'une rémunération annuelle de 500 000 $ à M. Rolland pour une période de cinq ans. Cette offre a été refusée. Cascades a publié un communiqué au début de novembre concernant son intention de faire une offre publique d'achat sur les actions A et B de Rolland à 20 $ l'action. Cascades n'a pas donné suite à ce projet. Le 19 novembre, une nouvelle offre est faite à M. Rolland par M. Lemaire. Il était maintenant question d'une offre publique à 23 $ ou d'une offre d'échange qui portait la valeur du

prix offert pour les actions de catégorie B à 29 $ l'action. M. Rolland refuse encore et Cascades fait son offre publique d'achat le 21 novembre 1986.

D'autres pourparlers ont lieu pendant le cours de l'offre mais M. Rolland refuse toujours l'offre de Cascades. Pendant ce temps, le conseil d'administration de Rolland transmet aux porteurs sa circulaire dans laquelle il ne fait aucune recommandation mais confirme l'intention des membres du conseil de ne pas déposer leurs titres en réponse à l'offre. Les faits concernant les pourparlers entre MM. Rolland et Lemaire sont confirmés par le témoignagne de M. Lemaire.

Aucune mention de ces pourlarlers n'est faite dans la note d'information de Cascades ou dans la circulaire du conseil de Rolland.

Un certain nombre d'autres lacunes ont été soulevées lors de l'audience, notamment la déclaration contenue à la page 7 de la note d'information selon laquelle les dirigeants de Cascades ne connaissaient personne qui détenait plus de 10 % des actions catégorie B de Rolland. Ce que semblait contredire le fait que M. Lemaire négociait avec M. Rolland. Il a été établi qu'il était de notoriété publique que M. Rolland contrôlait la société Rolland. De plus, l'initiateur n'a pas indiqué que CDS n'était qu'une chambre de compensation qui n'était pas propriétaire de 33,7 % des titres. Les porteurs pouvaient penser qu'un autre actionnaire détenait un bloc important des titres de Rolland.

La note d'information doit contenir tous les faits susceptibles d'avoir une influence sur la décision des porteurs de déposer ou non leurs titres. Les éléments d'information qui n'étaient pas présentés dans la note d'information étaient très importants car ils indiquaient les risques sérieux que M. Rolland ne dépose pas ses titres et que, par conséquent, l'offre ne puisse réussir. Muni de ces informations, le porteur aurait pu profiter de l'augmentation des cours créée par l'offre ou prendre le risque de déposer ses titres et que Cascades renonce à la condition minimale. Dans le cas d'une offre publique il n'est pas suffisant de répondre aux rubriques établies par règlement. Le fait que certaines de ces informations aient été publiées dans les journaux ne relève nullement l'initiateur de son obligation envers les porteurs des titres visés.

Il faut bien noter que la note d'information ne subit aucune vérification par la Commission contrairement au prospectus qui, lui, est examiné. Cet examen permet d'ajouter des renseignements, d'en préciser certains autres ou de retirer des renseignements qui peuvent porter à confusion. Dans le cas d'une offre publique, l'initiateur est responsable de s'assurer que toute l'information est présentée dans la note d'information. Est-il toujours nécessaire de faire état de pourparlers antérieurs? Dans le cas

d'une offre qui contient une condition de dépôt minimal qui ne peut être remplie que par le dépôt des titres de l'actionnaire majoritaire, ces pourparlers prennent une importance capitale pour les porteurs et l'initiateur doit en faire état. Dans le cas d'une offre qui ne comprend aucune condition minimale de dépôt, les pourparlers antérieurs n'ont certainement pas l'importance qu'ils ont ici. Toutefois, encore là l'initiateur doit porter un jugement en fonction du critère de l'information dont un porteur a besoin pour prendre une décision éclairée. La Commission ne croit pas qu'il soit utile de faire état, dans le moindre détail, des pourparlers antérieurs. Il suffit de rappeler l'existence de ces pourparlers et leur résultat.

Si ces lacunes avaient été connues avant la fin de l'offre, la Commission aurait pu exiger que la note d'information soit modifiée.

3° La renonciation à une condition

L'offre de Cascades comportait la condition de retrait suivante :

"i) (si) à la date d'expiration de l'offre, l'offre n'a pas été acceptée par les porteurs d'au moins 90 % des actions de classe "A" et 90 % des actions de classe "B" de Rolland en circulation à la date de l'offre;"

De plus, cette condition était accompagnée du texte suivant :

> "les conditions mentionnées aux paragraphes i) et ii) ci-dessus sont établies au seul bénéfice de Cascades qui pourra y renoncer en tout temps, en tout ou en partie, sans préjudice à tout autre droit que pourrait avoir Cascades en vertu de cette offre."

Du point de vue de l'application de la Loi, il faut distinguer deux cas :

1° une modification des conditions de l'offre pendant le cours de l'offre publique;

2° une modification, par renonciation à une condition, après l'échéance de l'offre.

Il ne fait pas de doute que toute modification des conditions initiales de l'offre, pendant la durée de l'offre, doit faire l'objet d'une modification de la note d'information. Une condition de dépôt minimal est sans contredit une condition initiale de l'offre et toute

renonciation, pendant la durée de l'offre, entraîne une modification de la note d'information. A ce sujet, l'article 132 de la Loi ne soulève aucun problème d'interprétation.

Dans le cas d'une offre visant la totalité des titres en circulation, l'article 138 de la Loi prévoit que l'initiateur doit prendre une décision après un délai de 35 jours à compter de la prise d'effet de l'offre. Si les conditions sont remplies, il a alors l'obligation de prendre les titres et de les régler s'il ne l'a pas déjà fait conformément aux conditions de l'offre. Si les conditions ne sont pas remplies, et c'est le cas de l'offre en question, l'initiateur peut néanmoins renoncer aux conditions ou abandonner l'offre. Le seul problème que soulève l'article 138 est de savoir ce qui arrive entre la fin de l'offre, si celle-ci dure moins de 35 jours, et la 35^{e} journée. Dans le cas de l'offre de Cascades, elle avait une durée de 28 jours.

On pourrait toujours prétendre que l'initiateur devait attendre le 35^{e} jour avant d'exercer la faculté offerte par l'article 138. Cependant, le délai de 35 jours n'a d'intérêt que dans le cas où une offre est faite pour une durée supérieure à ce délai. Dans le cas d'une offre d'une durée inférieure à 35 jours, rien ne s'oppose à ce que l'initiateur, après l'échéance de l'offre, renonce à une condition sans être réputé modifier son offre, comme il aurait la faculté de le faire après le délai de 35 jours dans le cas d'une offre dont l'échéance ne serait pas arrivée après 35 jours. Toutefois, cette interprétation est faite sous certaines réserves. La renonciation est possible, après l'expiration de l'offre, lorsque la condition est claire et précise et qu'il n'existe aucune ambiguïté dans l'appréciation que peuvent en faire les porteurs.

Nous sommes ici en face d'une offre particulière car elle contient une condition double, que rien ne permet de diviser en deux conditions distinctes applicables à l'offre respective sur chaque catégorie d'actions. Les documents déposés en preuve démontrent clairement que Cascades visait les deux catégories d'actions et que la condition minimale s'appliquait aux deux. Dans la résolution du 5 novembre 1986, adoptée par le conseil de Cascades autorisant l'offre publique, on retrouve :

> "Il est proposé de faire une offre pour les actions classe A et classe B de la compagnie Rolland Inc., laquelle offre est conditionnelle à l'obtention de 90 % tant des actions de classe A que classe B."

Le communiqué de presse du 6 novembre de Cascades reprenait intégralement les mots de cette résolution. Bien que l'offre ait eu lieu par la suite à un prix supérieur à celui mentionné dans ce communiqué, l'intention manifestée dans la résolution du 5 novembre n'a pas été contredite; elle n'a pas non plus été précisée ou modifiée dans la résolution du Conseil

du 12 novembre 1986 et on la retrouve dans la note d'information du 21 novembre 1986.

L'information était-elle claire ? Était-il suffisant d'ajouter les mots "en tout ou en partie" pour se réserver le droit de dissocier la conditon présentée comme indivisible ?

L'objectif principal des dispositions sur les offres publiques est de protéger le petit actionnaire, l'actionnaire minoritaire. L'obligation d'information de l'initiateur doit donc être comprise en fonction de ce critère qui exige une information claire qui ne laisse pas de doute aux porteurs.

Il s'agit ici d'une information capitale pour les porteurs et nous estimons que Cascades ne s'est pas acquittée des obligations d'information qu'elle avait conformément au Titre IV de la Loi. D'ailleurs, dans sa décision n° 7624 du 21 janvier 1986 dans l'affaire Nordair, la Commission avait dit en parlant des lacunes de l'information dans la note d'information de Nordair :

> "La plus grave de ces lacunes consiste en ce que l'information n'a aucunement été adaptée au caractère original de l'offre..."

Comme nous l'avons mentionné précédemment, nous sommes ici face à une offre complexe car elle contient une condition double qui est sujette à semer la confusion si elle n'est pas expliquée clairement. En l'occurrence, vu la condition fixée et les risques sérieux que cette condition ne soit pas réalisée, il aurait fallu que Cascades indique clairement quelles étaient ses intentions à l'égard de l'une et l'autre des catégories d'actions dans l'éventualité, qu'on ne pouvait pas ne pas prévoir, où la condition ne serait pas réalisée.

Les procureurs de Cascades ont plaidé qu'il s'agissait d'un contrat et que le droit des contrats est clair en l'instance. Nous nous opposons fermement à cet argument. Nous sommes ici en droit des valeurs mobilières; il s'agit de dispositions d'ordre public qui visent à établir un cadre juridique qui assure la protection des actionnaires minoritaires dans le cas d'une offre publique.

Dans ce contexte, les obligations d'information de l'initiateur ne peuvent être restreintes. D'ailleurs, le Règlement sur les valeurs mobilières donne deux critères concernant l'information à fournir en plus de l'information directement prévue par Règlement :

1° tout fait important susceptible d'affecter la valeur ou le cours des titres de la société visée;

2° toute autre information connue de l'initiateur, mais non encore publiée, de nature à influer sur la réponse des porteurs à l'offre.

On voit bien par ces deux critères, l'importance mise sur le contenu de la note d'information et sur les obligations d'information de l'initiateur. En particulier, l'information présentée doit être adaptée dans chaque cas à la situation particulière et, le cas échéant, au caractère original de l'offre.

L'information sur la condition de retrait de l'offre de même que sur les modalités d'exercice de ce droit n'était pas suffisante pour permettre aux porteurs de comprendre que l'initiateur se réservait la possibilité de dissocier la condition qui se présentait comme indivisible.

La note d'information était déficiente sur un point essentiel; par suite de cette déficience, l'initiateur ne pouvait qu'abandonner son offre, ou renoncer intégralement à la condition, à l'égard des deux catégories d'actions.

Cascades a choisi de ne prendre que les actions de catégorie B alors qu'elle aurait dû prendre également les actions de catégorie A.

Il serait difficile sinon impossible pour Cascades de retourner les actions de catégorie B. Une telle décision risquerait de pénaliser indûment les porteurs d'actions de catégorie B qui ont déposé leurs actions en réponse à l'offre alors que les dispositions de la Loi visent plutôt à protéger ces porteurs. En fait, des porteurs ont pu dépenser les fonds qu'ils ont reçus ou les investir ailleurs.

Il ne reste qu'un choix à la Commission : obliger Cascades à prendre livraison des actions de catégorie A, puisqu'elle ne pouvait prendre livraison des actions catégorie B sans renoncer au minimum tant à l'égard des actions catégorie A que des actions catégorie B.

EN CONSÉQUENCE, la Commission interdit à Cascades toute opération sur les actions de catégorie B de Rolland jusqu'à ce qu'elle fasse une nouvelle offre d'achat, à 20 $ par action, sur toutes les actions de catégorie A déposées par suite de l'offre mais non prises par Cascades. Dans le cas où des porteurs d'actions de catégorie A auraient déposé des actions et auraient par la suite vendu ces actions pour un prix net de moins de 20 $, Cascades devra payer à ces porteurs la différence entre 20 $ et le prix de vente net pour chaque action de catégorie A.

Note : Le dispositif de cette décision a été communiqué aux parties le 22 janvier 1987. Le 30 janvier 1987, Cascades a transmis, à tous les porteurs d'actions de catégorie A qui avaient déposé leurs titres à la suite de l'offre du 21 novembre 1986, une nouvelle offre d'achat conforme à la décision de la Commission.

auraient par la suite vendu ces actions pour un prix net de moins de 20 $, Cascades devra payer à ces porteurs la différence entre 20 $ et le prix de vente net pour chaque action de catégorie A.

Note : Le dispositif de cette décision a été communiqué aux parties le 22 janvier 1987. Le 30 janvier 1987, Cascades a transmis, à tous les porteurs d'actions de catégorie A qui avaient déposé leurs titres à la suite de l'offre du 21 novembre 1986, une nouvelle offre d'achat conforme à la décision de la Commission.

Objet: Offre publique d'achat de C.T.C. Dealer Holdings Limited sur les actions ordinaires de la Société Canadian Tire, Limitée - Alfred W. Billes, David G. Billes et Martha Gardiner-Billes

Le 9 décembre 1986, C.T.C. Dealer Holdings Limited (Dealers) a fait une offre publique d'achat sur 49 % des actions ordinaires en circulation de la Société Canadian Tire Limitée (Canadian Tire), au prix de 160,24 $ par action. Selon l'offre, Alfred W. Billes et David G. Billes (les frères Billes), ainsi que Martha Gardiner-Billes (formant tous ensemble les Billes) s'étaient engagés de façon irrévocable, par contrats passés avec Dealers, à déposer en réponse à l'offre l'ensemble de leurs actions ordinaires de Canadian Tire, soit 2 101 150 actions, et à ne pas retirer ces actions. Les actions ordinaires de la famille Billes représentaient 60,9 % des actions ordinaires en circulation de Canadian Tire.

Puisque Dealers possédait environ 17,4 % des actions ordinaires en circulation de Canadian Tire, son offre sur 49 % des actions ordinaires, si elle était couronnée de succès, lui assurait le contrôle de Canadian Tire.

Le seul actionnaire inscrit de Dealers est la Canadian Tire Dealers' Association (l'Association), une compagnie sans capital-actions d'Ontario, qui regroupe les 361 concessionnaires de Canadian Tire.

Le 10 décembre 1986, l'Ontario Securities Commission publiait un avis d'audience, dans le but de décider s'il était dans l'intérêt public d'interdire la poursuite de l'offre de Dealers et d'interdire à la famille Billes toute opération sur les actions ordinaires de Canadian Tire détenues par elle.

Le 16 décembre 1986, la Commission publiait à son tour un avis d'audience, dont le dernier paragraphe se lit:

> "Les motifs allégués pour remettre en question l'offre publique d'achat et les opérations connexes sont que C.T.C. Dealer Holdings ainsi que la famille Billes manqueraient à leurs devoirs envers les porteurs d'actions de catégorie A, que ces derniers ont été induits en erreur sur la portée effective de la clause de protection insérée dans les statuts, que l'offre constitue en fait une offre sur la totalité des actions, mais qu'elle a été montée comme une offre sur 49 % des actions pour neutraliser la clause de protection, que le succès de l'offre donnerait aux concessionnaires le contrôle de Canadian Tire avec 2 % seulement des actions de participation, ce qui les placerait en conflit d'intérêts puisqu'ils sont les principaux clients de Canadian Tire."

MM. Maurice Cusson et Roland Côté - Décision n° 8093, le 31 mars 1987. Il s'agissait d'une audience conjointe avec l'Ontario Securities Commission, composée de MM. Stanley M. Beck, Seymour L. Wigle, Paul L. Waitzer et de Mme Frances Carmichael.

A la suite d'une audience de neuf jours, tenue à Toronto avec l'Ontario Securities Commission en vertu des articles 288 et 312 de la Loi, la Commission a annoncé, le 14 janvier 1987, qu'elle avait prononcé une interdiction d'opérations reliées à l'offre publique d'achat de Dealers et une interdiction d'opérations sur les actions ordinaires détenues par les Billes, en disant que les motifs détaillés étaient à suivre.

I. L'intérêt

Au début de l'audience, un certain nombre de parties ont demandé que soit reconnu leur intérêt:

1° les membres du Comité d'action des porteurs d'actions catégorie A de Canadian Tire, soit dix-huit investisseurs institutionnels qui possédaient ou géraient 19 682 865 actions catégorie A de Canadian Tire;

2° Confederation Life Insurance Company, Confederation Investment Counselling Ltd. et Bolton Tremblay Inc., porteurs ou gestionnaires de blocs importants d'actions catégorie A;

3° les Fiduciaires des plans de participation des employés de la Société Canadian Tire, Limitée, qui détiennent 10 000 000 d'actions catégorie A et quelque 419 000 actions ordinaires;

4° le Régime de pension de Bell Canada, qui détient un bloc important d'actions catégorie A.

Ces parties qui demandaient que soit reconnu leur intérêt détenaient, ensemble, quelque 30 000 000 d'actions catégorie A, qui ne comportent pas droit de vote.

L'argument de ces parties était simplement qu'elles avaient un intérêt financier direct dans l'issue de l'affaire et que leurs droits seraient directement affectés. L'offre ne porte que sur les actions comportant droit de vote et est montée de manière à ne pas faire jouer la clause de protection en cas d'offre publique (coattail provision) qui avait été prévue pour les actions catégorie A. Cette clause aurait pour effet de convertir en actions comportant droit de vote les actions catégorie A si la majorité des actions ordinaires émises et en circulation étaient déposées en réponse à une offre publique et qu'il en était pris livraison.

En cas de succès de l'offre, la clause de protection ne jouerait pas, les actions catégorie A ne deviendraient pas des actions comportant droit de vote, et il n'y aurait pas lieu de tenir compte des porteurs d'actions catégorie A pour prendre le contrôle de Canadian Tire. Par contre, si la poursuite de l'offre était interdite et que Dealers, ou un autre initiateur, désirait encore prendre le contrôle de Canadian Tire, ils devraient probablement le faire d'une manière qui permettrait aux porteurs d'actions catégorie A de participer, dans une certaine mesure, au partage de la prime de contrôle, avec les porteurs d'actions ordinaires. L'argument était donc que les porteurs d'actions catégorie A avaient un intérêt économique direct dans l'issue de l'audience et seraient directement affectés par les décisions des Commissions. Les avocats des Commissions soutenaient leur demande.

Selon les avocats des Billes et des concessionnaires, la nature de l'audience, s'agissant de l'interdiction de la poursuite d'une offre publique d'achat et de l'interdiction du dépôt, par trois actionnaires, de leurs actions ordinaires en réponse à cette offre, s'opposait à ce que soit reconnu l'intérêt des porteurs d'actions catégorie A. Leur argument était simplement que les porteurs d'actions catégorie A n'ont pas, dans le litige, un intérêt direct suffisant pour qu'il doive être reconnu. L'offre n'est pas faite aux porteurs d'actions catégorie A et celles-ci diffèrent des actions ordinaires en ce qu'elles ne comportent pas droit de vote. Il se peut qu'il y ait un différend entre les porteurs d'actions catégorie A et les porteurs d'actions ordinaires, mais ce différend doit être laissé aux tribunaux. Ce différend ne donne pas aux porteurs d'actions catégorie A un intérêt direct dans l'issue de l'audience.

Le différend entre les porteurs d'actions catégorie A et les porteurs d'actions ordinaires aurait, selon l'argumentation, une ampleur inconciliable avec la nature de l'audience. La Commission aurait de la difficulté à contrôler les débats si l'on devait reconnaître l'intérêt de quatre représentants des porteurs d'actions catégorie A. L'audience traînerait en longueur et la question centrale deviendrait le différend entre les porteurs des deux catégories d'actions, alors que l'audience devrait porter sur les points soulevés dans l'avis d'audience. Ce type de différend privé doit être laissé aux tribunaux, où les avocats pourraient, au moyen des interrogatoires et des actes de procédure, mieux définir les questions.

Selon un argument connexe, on alléguait à tort que les porteurs d'actions catégorie A avaient un intérêt économique dans l'issue de l'audience, puisque cet intérêt économique n'existerait que dans la mesure où la clause de protection jouerait. La Commission n'aurait pas le pouvoir de rendre une décision qui aurait pour effet de faire jouer la clause de protection: elle ne pourrait qu'interdire la poursuite de l'offre ou la

laisser se poursuivre. Ce que la Commission ne pourrait pas faire, c'est donner aux porteurs d'actions catégorie A le droit de faire jouer la clause de protection. Par conséquent, les porteurs d'actions catégorie A n'auraient pas l'intérêt économique auquel ils prétendent.

Après avoir examiné la jurisprudence citée, nous avons été convaincus que les porteurs d'actions catégorie A avaient dans l'issue de l'audience un intérêt au sens défini par la jurisprudence. Aussi leur avons-nous reconnu l'intérêt.

Sur la question de l'intérêt, la décision la plus éclairante est celle qu'a rendue la Cour d'appel d'Ontario dans l'affaire Re Ontario Securities Commission and Electra Investments (Canada) Ltd, (1983) 44 O.R. (2d) 61. Dans cette affaire, la Commission demandait au tribunal d'ordonner à Electra de faire une offre publique d'achat aux actionnaires d'EPM, à la suite d'une prise de contrôle effectuée par la voie de conventions distinctes avec quelques actionnaires. L'intérêt d'EPM fut reconnu au motif que ses actionnaires avaient un intérêt direct dans la question de savoir s'il fallait ou non ordonner à Electra de leur faire une offre publique d'achat. En confirmant la décision du juge de la Motions Court, M. le juge Corey a écrit:

> "Ensuite, il faut examiner si le juge de la Motions Court a bien exercé sa discrétion d'accepter des interventions. Nous sommes d'avis qu'une personne qui peut obtenir un avantage par suite d'une audience ou d'une procédure est tout autant affectée dans sa condition financière que la personne qui risque de se voir imposer une obligation. Il est donc clair que ces actionnaires pouvaient être affectés financièrement et obtenir un avantage par suite de l'audience. C'est donc à bon droit que leur intérêt a été reconnu." (traduction)

Il est vrai que, dans la présente affaire, une interdiction d'opérations n'entraînerait pas qu'une offre publique d'achat soit faite aux porteurs d'actions catégorie A et qu'elle ne ferait pas non plus jouer la clause de protection applicable aux actions catégorie A. Néanmoins, il est clair que les porteurs d'actions catégorie A seraient affectés financièrement par une interdiction d'opérations. Si l'offre suit son cours, les porteurs d'actions ordinaires vont recevoir 160,24 $ pour chaque action dont il sera pris livraison aux termes de l'offre. Les porteurs d'actions catégorie A ne participeront pas à l'O.P.A., la clause de protection ne jouera pas et les actions catégorie A continueront probablement à se négocier autour de 13 $.

Par contre, si une interdiction d'opérations est prononcée, l'O.P.A. sera interrompue et les Billes conserveront le contrôle. Alors, si les Billes veulent toujours vendre leur bloc de contrôle, ainsi qu'ils en ont

exprimé publiquement le désir, ils devront probablement le faire d'une manière qui tienne compte de la position des porteurs d'actions catégorie A. La prise en compte de cette position ne signifie pas nécessairement que les porteurs d'actions catégorie A recevront pour leurs actions le même prix que les porteurs d'actions ordinaires; elle signifie simplement que, leur position étant prise en compte, ils pourraient bien en obtenir un avantage économique. En un mot, les porteurs d'actions catégorie A auraient de bien meilleures chances de profiter, à un degré plus ou moins grand, d'un changement ultérieur de contrôle, que si l'O.P.A. de Dealers poursuivait son cours, ce dont ils ne tireraient aucun profit.

En conséquence, nous avons reconnu l'intérêt des porteurs d'actions catégorie A, sur le fondement du jugement de la Cour d'appel d'Ontario dans l'affaire Electra.

Une autre décision mérite d'être rappelée; il s'agit du jugement de la Divisional Court dans l'affaire Re Starr and The Township of Puslinch, (1976) 12 O.R. (2^d) 40. Dans cette affaire, la Divisional Court a reconnu, dans une demande en révision judiciaire visant à faire annuler un plan officiel, l'intérêt d'intervenants qui avaient "un intérêt commercial considérable dans l'issue de la demande en révision judiciaire" (traduction). Il convient de citer les propos suivants de M. le juge Grange:

> "La seule conclusion à tirer de [l'examen de la jurisprudence], c'est qu'il n'y a pas de règle absolue selon laquelle ne pourrait intervenir qu'une partie ayant un intérêt direct dans les questions mêmes qui sont à trancher. Il suffit, je crois, pour reprendre les mots de Lord Denning [dans l'affaire Gurtner v. Circuit, [1968] 2 Q.B. 587] que "la solution du litige affecte directement un tiers dans ses droits juridiques ou dans son porte-monnaie" ... Je pense que nous ne devrions pas ... établir de règle fixe, mais je crois que, dans cette affaire où l'entreprise même des requérants risquera d'être prohibée et où les deux requérants semblent avoir agi en fonction du plan officiel qui est maintenant attaqué, on doit leur permettre d'intervenir." (traduction)

A notre avis, il n'y a guère de doute que les détenteurs de blocs importants d'actions de participation d'une société qui fait l'objet d'une O.P.A., lorsque l'offre comporte une prime très élevée sans qu'ils puissent y participer, ont un intérêt très direct dans l'issue d'une audience qui pourrait avoir pour résultat de bloquer l'O.P.A. En l'espèce, les porteurs d'actions catégorie A ont un intérêt commercial direct dans l'issue de la présente audience. Aussi avons-nous reconnu l'intérêt de chacun des quatre requérants.

Nous avons également reconnu l'intérêt de Canadian Tire et du Toronto Stock Exchange. Toutefois, dans le cas du Toronto Stock Exchange, nous ne lui avons reconnu d'intérêt que pour l'argumentation à la fin de l'affaire, conformément à ce que l'Ontario Securities Commission avait décidé dans l'affaire Re Torstar Corporation and Southam News, (1985) OSCB 5068. Aucune objection n'a été faite à ce que soit reconnu l'intérêt de Canadian Tire et du Toronto Stock Exchange.

II. Historique

Canadian Tire est le plus important détaillant au Canada d'articles de quincaillerie et de pièces automobiles. Elle fut fondée en 1913 par J.W. Billes, à qui se joignit bientôt son frère, A.J. Billes, père des Billes. Les magasins sont exploités par 361 concessionnaires. Selon le système conçu par Canadian Tire, chaque concessionnaire est un entrepreneur indépendant et a le droit de conserver la totalité du bénéfice d'exploitation. Canadian Tire ne reçoit du concessionnaire ni droit de franchise, ni redevance, ni un pourcentage du bénéfice. Elle vend au concessionnaire le produit que celui-ci revend au public et lui fournit également des services de commercialisation et divers autres services.

Les concessionnaires sont tenus d'être membres de l'Association, une compagnie sans capital-actions d'Ontario qui regroupe les 361 concessionnaires. Dealers est une société de portefeuille constituée en vertu de la loi ontarienne le 26 juin 1963. L'unique actionnaire inscrit de Dealers est l'Association et la seule activité de Dealers consiste à détenir des actions de Canadian Tire. Dealers est le propriétaire inscrit et véritable de 600 500 actions ordinaires, soit environ 17,4 % des actions ordinaires émises et en circulation. Sur les 361 concessionnaires, 16 n'ont pas d'intérêt dans Dealers.

De 1913 jusqu'en novembre 1956, Canadian Tire a été contrôlée et dirigée par J.W. Billes et A.J. Billes. J.W. Billes décéda le 16 novembre 1956 et laissa sa participation dans Canadian Tire, surtout 1,05 million d'actions ordinaires, en fiducie à des institutions de bienfaisance et d'éducation (la succession). Par l'effet d'une convention de vote passée en 1962 entre les fiduciaires de la succession et les enfants d'A.J. Billes, formant les Billes, le contrôle des votes demeurait à l'intérieur de la famille. La succession, de même que les Billes, détenaient environ 30,4 % des actions ordinaires de Canadian Tire.

Le 15 juin 1983, la Supreme Court d'Ontario, à la suite d'une requête du National Trust, l'un des fiduciaires de la succession, ordonnait la vente des actions ordinaires de Canadian Tire que détenait la succession. Aussi, les fiduciaires annoncèrent que le bloc d'actions de Canadian Tire était mis en vente et demandèrent des offres.

Le 3 octobre 1983, les Billes achetèrent les actions de la succession au prix de 73 $ par action, ce qui représentait un prix de 76,7 millions $ pour 1,05 million d'actions. A la suite de cet achat, Alfred, David et Martha possédaient chacun 700 383 actions, ce qui représentait au total 60,9 % des actions ordinaires en circulation de Canadian Tire.

Le 20 juillet 1983, les Billes passaient une convention d'actionnaires (la convention Aldamar), aux termes de laquelle chacun d'entre eux s'obligeait, au cas où il souhaiterait vendre ses actions ordinaires, à les proposer aux deux autres, qui auraient alors un délai de 10 jours pour accepter l'offre. En cas de refus de l'offre, celui qui souhaitait vendre pouvait le faire à un prix égal ou supérieur au prix proposé.

III. Les faits

A. Les événements de 1983

Le 28 octobre 1983, les Billes écrivirent à Dean Muncaster, président et chef de l'administration de Canadian Tire depuis 1966; celui-ci devait occuper ces fonctions jusqu'en juin 1985. Dans cette lettre, ils proposaient une restructuration du capital de Canadian Tire: division des actions de catégorie A en 6 actions et division des actions ordinaires en une action ordinaire et cinq actions catégorie A. Selon leur lettre, leur intention était "de vendre un nombre suffisant des actions catégorie A provenant de cette restructuration pour rentrer dans les frais engagés pour acquérir les actions de la succession et payer les dépenses afférentes. A cette fin, nous avons retenu les services de First Marathon Securities Limited (Marathon), qui sera notre agent financier pour cette vente" (traduction). Outre la restructuration du capital, cette lettre contenait la proposition suivante:

> "Une protection en cas d'offre publique (il n'en existe pas à l'heure actuelle) sera accordée aux porteurs d'actions de catégorie A pour l'éventualité où la vente d'un bloc de contrôle par notre famille entraînerait l'obligation de faire ultérieurement une offre à tous les porteurs d'actions ordinaires. Nous croyons qu'il s'agit là d'une amélioration très appréciable des droits des porteurs d'actions catégorie A et que celle-ci sera bien reçue par le marché." (traduction)

En fait, selon son témoignage, Muncaster envisageait une restructuration du capital vers le milieu de l'été 1983 et avait écrit à Burns Fry Limitée (Burns), agent financier de Canadian Tire, pour obtenir ses conseils sur une division d'actions. Muncaster supposait que les Billes, s'ils allaient acheter les actions de la succession, voudraient financer cet achat par le moyen d'une restructuration du capital et de la revente, par la suite, d'actions catégorie A.

Dans une lettre à Muncaster, datée du 11 juillet 1983, Wilmot Matthews, un dirigeant de Burns, examinait divers aspects d'une restructuration du capital. Il recommandait notamment d'inclure dans les nouvelles dispositions relatives aux actions catégorie A une protection en cas d'offre publique. Pour reprendre ses mots, "cette protection doit être ainsi conçue que, en cas de réussite d'une O.P.A., les porteurs d'actions catégorie A recevront exactement le même traitement que s'ils avaient été porteurs d'actions ordinaires" (traduction).

Les personnes qui participèrent le plus au montage de la restructuration furent Muncaster, R.B. Matthews, avocat d'Alfred, et Robin Law, secrétaire et conseiller juridique de Canadian Tire. Selon le témoignage de Muncaster et d'Alex Barron, un courtier qui fut président du conseil d'administration de Canadian Tire de 1966 jusqu'au milieu de 1984, la société avait trois préoccupations principales en ce qui concerne la restructuration. D'abord, l'importance de la division, le rapport de 1 à 6 qui avait été proposé par les Billes suscitant des inquiétudes; en second lieu, la recherche d'arrangements pour assurer un conseil d'administration indépendant; enfin, le besoin d'une clause de protection en cas d'offre publique pour les porteurs d'actions catégorie A.

A la suite de négociations entre Muncaster, Law et R.B. Matthews, on s'entendit sur une restructuration du capital qui comporterait les caractéristiques suivantes:

1. Chaque action catégorie A serait divisée en cinq actions catégorie A et chaque action ordinaire serait divisée en quatre actions catégorie A et une action ordinaire.

2. Une protection en cas d'offre publique serait accordée aux porteurs d'actions catégorie A.

3. Les porteurs d'actions catégorie A auraient le droit d'élire trois administrateurs indépendants et les Billes consentiraient à désigner quatre administrateurs indépendants qui seraient élus par les porteurs d'actions ordinaires. Par suite, la majorité des administrateurs seraient indépendants, en ce sens qu'ils ne seraient ni membres de la direction ou salariés de Canadian Tire, ni associés aux Billes.

La clause de protection qui fut finalement insérée dans les dispositions relatives aux actions catégorie A se lit comme suit:

"Changement d'actions de catégorie A ne comportant pas droit de vote en actions de catégorie A comportant droit de vote:

1) Aux fins du présent article 6, le mot "offre" signifie une offre d'achat portant sur les actions ordinaires qui est faite à la totalité ou sensiblement la totalité des porteurs d'actions ordinaires ou qui doit, en raison de la législation applicable sur les valeurs mobilières ou des règlements ou politiques d'une Bourse à la cote de laquelle les actions ordinaires sont alors inscrites, être faite à tous les porteurs d'actions ordinaires dont la dernière adresse aux registres de la Société est en Ontario et l'expression "date d'expiration" signifie la dernière date à laquelle les porteurs d'actions ordinaires peuvent accepter une offre.

2) Sous réserve du paragraphe 3) du présent article 6, au cas où une offre est faite et qu'une majorité des actions ordinaires alors émises et en circulation ont été soumises et prises en livraison conformément à l'offre, chaque porteur d'action de catégorie A ne comportant pas droit de vote aura, à ce moment-là et par la suite, le droit de recevoir un avis de convocation de toutes les assemblées des actionnaires de la Société et d'y exprimer un vote par action de catégorie A ne comportant pas droit de vote qu'il détient; à ce moment-là et par la suite, les actions de catégorie A ne comportant pas droit de vote seront désignées comme "actions de catégorie A".

3) Le droit de recevoir un avis et de voter qui est prévu au paragraphe 2) du présent article 6 n'entrera pas en vigueur si l'offre est une offre portant sur l'achat d'actions ordinaires et d'actions de catégorie A ne comportant pas droit de vote au même prix unitaire et d'après les mêmes modalités, sans distinction entre les deux catégories d'actions.

4) Si le droit de recevoir un avis et de voter qui est prévu au paragraphe 2) du présent article 6 entre en vigueur, le secrétaire de la Société enverra un avis de ce droit à chaque porteur d'actions de catégorie A, dans les cinq jours après la date d'expiration."

On notera que cette clause de protection n'est pas du type de celles qui exigent qu'une offre soit faite sur les actions sans droit de vote lorsqu'une offre est faite sur la totalité des actions ordinaires. Plutôt, elle est du type de celles qui prévoient la conversion des

actions sans droit de vote en actions comportant droit de vote une fois qu'une O.P.A. sur les actions ordinaires a réussi. L'événement qui fait jouer la conversion des actions sans droit de vote en actions comportant droit de vote, c'est, comme le dit le paragraphe 2 de la clause, le dépôt en réponse à l'offre et la prise de livraison d'"une majorité des actions ordinaires alors émises et en circulation".

Il y a eu d'abondants témoignages sur les négociations qui ont conduit à la forme définitive de protection en cas d'offre publique pour les actions catégorie A. Il n'y a pas lieu de s'y attarder, puisque les avocats des Commissions ont admis que toutes les parties agissaient de bonne foi en 1983 et que toutes poursuivaient alors le même objectif d'assurer aux porteurs d'actions catégorie A une protection en cas d'offre publique. Ces témoignages prennent cependant de l'importance à l'égard de la conception que toutes les parties se faisaient de la protection qu'elles assuraient aux porteurs d'actions catégorie A, de même qu'à l'égard de leurs préoccupations et de leur compréhension des choses à l'époque.

On distingue deux types de clauses de protection en cas d'offre publique. Dans le premier type, la clause à conversion, il s'agit d'une clause structurée de façon telle que, si une O.P.A. était lancée sur les seules actions ordinaires, les actions sans droit de vote seraient converties en actions comportant droit de vote ou une O.P.A. devrait être faite sur les actions sans droit de vote aux mêmes conditions que sur les actions comportant droit de vote. Dans le second type, la clause à droit de vote, il s'agit d'une clause du genre de celle qui a finalement été adoptée pour les actions catégorie A, par laquelle les actions sans droit de vote étaient converties en actions comportant droit de vote une fois qu'une O.P.A. avait réussi.

Il a été clairement établi que la première clause de protection, rédigée en novembre 1983, était du type clause à conversion. En fin de compte, à la suggestion de R.B. Matthews, on adopta la clause de protection du type clause à droit de vote dont le texte a été donné plus haut. Dans son témoignage, Law a dit que, dans les circonstances particulières de cette affaire, il ne voyait pas de différence appréciable entre la clause à conversion initiale, rédigée par son cabinet d'avocats, et la clause qui fut finalement insérée dans les dispositions relatives aux actions catégorie A.

Selon son témoignage, Law estimait que la clause à droit de vote finalement adoptée était préférable en ce qu'elle comportait une formulation plus simple, ainsi qu'une application plus simple et plus directe que la clause à conversion que son cabinet avait rédigée au départ. De son point de vue, cette clause répondait à la volonté d'assurer un traitement équitable des porteurs d'actions catégorie A au cas où les Billes, qui détenaient le bloc de contrôle, vendraient leurs

actions. Law a exprimé en ces termes le souci d'assurer un traitement équitable aux porteurs d'actions catégorie A: "... placer les porteurs d'actions catégorie A, après cette division très importante, dans une position semblable à celle des porteurs minoritaires d'actions ordinaires" (traduction). Il va de soi que les porteurs minoritaires d'actions ordinaires participeraient à toute prime par rapport au cours de l'action qui serait payée aux détenteurs du contrôle pour leur bloc de contrôle (la Loi permettant une prime allant jusqu'à 15 % au-dessus du cours du titre).

La division importante mentionnée par Law est la division en cinq des actions catégorie A et la division des actions ordinaires en quatre actions catégorie A et une action ordinaire. Cette division avait pour effet de créer une structure du capital selon laquelle les actions ordinaires représentaient 4 % des actions de participation en circulation tandis que les actions catégorie A, sans droit de vote, représentaient 96 % des actions de participation en circulation. Les Billes, avec un faible pourcentage des actions de participation, avaient ainsi le plein contrôle. D'où, selon le témoignage de toutes les parties à la restructuration de 1983, Wilmot Matthews, pour Burns, Barron et Muncaster pour Canadian Tire, Law comme avocat de Canadian Tire, R.B. Matthews comme avocat d'Alfred Billes, et Alfred Billes lui-même, le souci d'assurer une protection en cas d'offre publique pour les actions catégorie A tout autant que d'assurer un conseil d'administration indépendant et d'établir un rapport de division raisonnable. Selon le témoignage de chacune de ces personnes, les garanties évoquées étaient essentielles pour obtenir l'approbation des porteurs d'action catégorie A à la restructuration de capital et à la vente ultérieure par les Billes de leurs actions catégorie A.

Dans son témoignage, Law a admis qu'à défaut d'une clause de protection satisfaisante, les porteurs d'actions catégorie A, en particulier les investisseurs institutionnels, pourraient ne pas avoir approuvé la restructuration de capital.

Il importe également de rappeler l'attitude d'Alfred Billes et de son avocat R.B. Matthews à l'égard de la clause de protection et la façon dont ils la comprenaient. La clause de protection à droit de vote qui fut finalement adoptée lors de la restructuration fut rédigée par R.B. Matthews et acceptée par Law. Dans son témoignage, R.B. Matthews a dit avoir compris que la direction de Canadian Tire souhaitait une protection en cas d'offre publique en faveur des porteurs d'actions catégorie A. Les Billes, selon ce que comprenait R.B. Matthews, avaient pour préoccupation de structurer la protection en cas d'offre publique de façon qu'ils ne puissent perdre leur position de contrôle du fait que la clause de protection joue indépendamment de leur volonté. En d'autres termes, la conversion des actions catégorie A en actions comportant droit de vote ne devrait pas se produire à moins que les Billes ne décident de vendre leur bloc de contrôle. Ainsi qu'en a témoigné R.B. Matthews, les

Billes venaient tout juste d'obtenir le contrôle au prix d'efforts considérables "... et à leurs yeux ... seulement après que d'autres personnes eurent tenté de les empêcher de prendre le contrôle qu'ils voulaient si fortement" (traduction).

> "Ils étaient très inquiets, à ce moment-là, craignant que la position de contrôle qu'ils avaient finalement acquise ne leur soit de quelque façon enlevée.
>
> Nous l'avons fait savoir, et je crois que nous l'avons fait savoir très nettement ... nous ne voulions pas que les actions catégorie A obtiennent le droit de vote si le bloc des Billes n'était pas vendu.
>
> ... ils craignaient toute clause qui pourrait jouer dans des circonstances que nous pouvions ne pas envisager à l'époque.
>
> Pour cette raison, ils voulaient une clause de protection très courte, claire et concise qui énonce les conditions de façon très précise, pour que nous sachions tous où nous allions et, en particulier, pour que nous sachions tous qu'elle ne jouerait pas dans une situation que, peut-être, nous n'avions pas envisagée." (traduction)

R.B. Matthews a résumé ainsi la préoccupation des Billes à l'égard de la clause de protection:

> "De notre point de vue, le souci était simplement qu'elle [la clause de protection] ne joue pas si les Billes ne vendaient pas leur bloc de contrôle." (traduction)

Selon son témoignage, R.B. Matthews n'a pas réfléchi sur les événements qui pourraient faire jouer la clause de protection. Sur ce point, son témoignage est confirmé par celui de Barron, Muncaster, Law et Alfred Billes. Il a témoigné en ces termes:

> "Je n'ai pas vraiment réfléchi sur ce qui pourrait faire jouer la clause de protection. Notre position consistait à assurer que la clause de protection ne joue pas dans d'autres circonstances que la vente par les Billes de leur bloc." (traduction)

Il a également témoigné qu'il n'avait jamais envisagé une offre du type de celle qui a été faite par Dealers, c'est-à-dire une offre au prorata

qui porte sur un nombre d'actions moindre que la majorité des actions ordinaires. Sur ce point encore, son témoignage va dans le même sens que celui de Barron, Muncaster, Law et Alfred Billes. Donc, ni les deux principaux dirigeants de Canadian Tire, ni l'avocat de Canadian Tire, ni Alfred Billes, le porteparole du groupe de contrôle, ni son avocat n'ont envisagé une O.P.A. du type de celle qu'a faite Dealers. La chose est résumée ainsi par R.B. Matthews:

> "... nous n'avons simplement pas envisagé la possibilité d'une offre au prorata qui porte sur un nombre d'actions inférieur à la majorité des actions ordinaires." (traduction)

Selon le témoignage de Barron et de Muncaster, ils n'auraient pas approuvé les conditions de la restructuration s'ils avaient compris que la protection en cas d'offre publique en faveur des actions catégorie A permettrait le type d'opération qu'on trouve dans l'offre de Dealers. Quant à Law, il a témoigné que, s'il avait eu conscience qu'une offre au prorata portant sur un nombre d'actions inférieur à la majorité des actions ordinaires ne ferait pas jouer la clause de protection, il aurait demandé que l'on "reprenne la rédaction".

Le témoignage de Wilmot Matthews va dans le même sens: il n'aurait pas appuyé la restructuration de capital et Burns n'aurait pas participé à la vente des actions de Canadian Tire s'il avait eu conscience que la clause de protection serait sans effet à l'occasion d'un transfert de contrôle opéré avec une prime pour les Billes dans une opération du genre de celle qu'on trouve dans l'O.P.A. de Dealers.

Le témoignage d'Alfred Billes sur les événements de 1983 et sur la protection en cas d'offre publique en faveur des actions catégorie A concorde avec celui de R.B. Matthews. Alfred a exprimé à l'époque son indifférence à l'égard de la clause de protection, sauf sur le point qu'elle ne devrait pas jouer par accident. Son indifférence s'explique par le fait que les Billes venaient tout juste d'acquérir le contrôle et n'avaient aucunement l'intention de s'en défaire. En 1983, Alfred Billes parlait en son propre nom ainsi qu'au nom de David Billes et de Martha Gardiner-Billes; la famille s'est divisée en 1985 et, dans la plupart des événements survenus depuis, Alfred Billes ne parlait et n'agissait plus que pour lui-même et pour son frère David.

Selon son témoignage, Alfred Billes comprenait que la direction était "fermement résolue" à avoir une clause de protection en faveur des porteurs d'actions catégorie A. Il a dit qu'il était prêt à accepter cette clause de protection, dans la mesure où "il serait absolument clair ... qu'elle ne pourrait pas jouer par accident". Il a déclaré n'avoir jamais pensé à une prime pour le contrôle et n'avoir eu qu'une seule préoccupation, que la clause ne puisse jouer d'une manière qui ferait

perdre aux Billes leur position de contrôle. Sa compréhension de la clause de protection, et de la justification de la formulation, est exprimée clairement dans l'extrait suivant de l'interrogatoire principal, mené par l'avocat de l'Ontario Securities Commission:

> "Q. Selon ce que vous compreniez, quelles circonstances feraient jouer la clause de protection?
>
> R. Il fallait que plus de 50 % des actions soient vendues et qu'on en prenne livraison, ça ne pouvait donc arriver par accident, puisque nous détenons plus de 51 % des actions.
>
> Donc, pour que cette clause joue, il fallait que ce soit nous qui vendions ces actions." (traduction)

En ce qui concerne l'O.P.A. de Dealers, relevons cet extrait de l'interrogatoire principal:

> "Q. ... Ce que je voudrais savoir, c'est dans quelles circonstances, selon ce que vous compreniez, la clause jouerait et, en particulier, si cela vous permettrait de vendre toute la société dans des circonstances où la majorité des actions n'étaient pas vendues, sans que cela fasse jouer la clause.
>
> Pensiez-vous que vous pourriez vendre le contrôle, et non la majorité des actions, sans faire jouer la clause de protection?
>
> R. En 1983, nous ne pensions pas du tout à vendre, un point, c'est tout." (traduction)

Au cours du contre-interrogatoire par M. Geller, Alfred Billes a redit qu'il n'a pas réfléchi à la clause de protection parce que, en 1983, "nous n'avions aucunement l'intention de vendre nos actions". En réponse à une question lui demandant s'il n'avait jamais envisagé la possibilité qu'il pourrait vouloir vendre ses actions à une date ultérieure, Alfred Billes a répondu "c'est à peu près exact".

En ce qui concerne le fonctionnement de la clause de protection, Alfred Billes a expliqué en ces termes la façon dont il le comprenait au cours du contre-interrogatoire par M. Geller:

"Q. ... vous vouliez contrôler le jeu de la clause, est-ce exact?

R. Notre groupe, avec sa participation de plus de 50 %, tant que nous détenions ces actions, la clause ne pouvait jouer, dans cette mesure nous contrôlions le jeu de la clause, oui.

Q. ... certainement, si vous, votre frère et votre soeur vendiez votre participation de 60 %, alors la clause de protection en cas d'offre publique aurait dû jouer pour la protection des porteurs d'actions catégorie A, n'est-ce pas?

R. Nous nous attendrions à ce que la clause joue si nous vendions notre participation, c'est exact." (traduction)

A la suite de l'accord sur les conditions de la restructuration du capital, une assemblée extraordinaire des porteurs de chaque catégorie d'actions de Canadian Tire fut tenue le 15 décembre 1983 pour voter sur les conditions de cette restructuration. Dans la lettre de Muncaster aux porteurs d'actions catégorie A et d'actions ordinaires, datée du 21 novembre 1983 et qui accompagnait la circulaire d'information de la direction établie en vue de cette assemblée, on trouve le paragraphe suivant, relatif à la protection proposée en faveur des porteurs d'actions catégorie A:

"Dans le but de placer les porteurs d'actions de catégorie A dans une position similaire, en réalité, à celle des porteurs minoritaires d'actions ordinaires dans le cas d'une modification du contrôle de la Société à la suite d'une offre publique, une autre modification des statuts est proposée. Cette modification prévoira que si une majorité des actions ordinaires en circulation de la Société sont achetées conformément à une offre généralement faite à tous les porteurs d'actions ordinaires, les actions de catégorie A deviendront des actions comportant droit de vote en toutes circonstances, à moins que la même offre ne soit faite aux porteurs d'actions de catégorie A."

La restructuration a été approuvée par une majorité de 97 % des actions catégorie A représentées à l'assemblée par les porteurs ou leurs mandataires.

A la suite de la restructuration, les Billes ont pris des arrangements avec Marathon pour vendre 5 millions d'actions catégorie A de manière à réaliser environ 58 millions $, le produit devant servir au règlement des actions de J.W. Billes achetées de la succession. En même temps, la société prit des dispositions pour placer, par la voie d'un placement privé effectué par l'entremise de Burns et Marathon, environ 4 500 000 actions catégorie A de manière à réunir pour la société environ 50 millions $ de fonds. Les deux opérations furent réalisées.

B. Les événements de 1986

La solidarité des Billes pour la conservation du contrôle de Canadian Tire fut remise en question à l'automne 1985. Selon son témoignage, Alfred Billes commença alors à penser qu'il fallait faire quelque chose pour corriger la situation qui s'était développée entre lui-même et David, d'un côté, et Martha, de l'autre. Ils ne pouvaient s'entendre sur les questions relatives à la direction de Canadian Tire et ne pouvaient donc pas toujours agir comme groupe de contrôle. Quant à l'idée de vendre leurs actions, c'est en avril 1986 qu'elle est discutée pour la première fois, à la suite d'une lettre de Gordon S. Carpenter, président de Shane Morgan Investments Limited.

La lettre de Carpenter fait mention d'une rencontre qu'il avait eue la veille avec Alfred Billes pour lui faire part du fait que son client, Carling O'Keefe Limitée, était intéressée à acheter Canadian Tire. Selon la lettre, Carling était disposée à acheter les deux catégories d'actions, et à offrir trois fois le cours pour les actions ordinaires. La proposition de Carling, reprise dans une lettre de R.B. Matthews à la famille Billes en date du 6 juin 1986, comportait une offre sur environ 45 % des actions catégorie A, l'achat des actions ordinaires des Billes à un prix fixé à trois fois le cours et une offre ultérieure aux autres porteurs d'actions ordinaires. A compter de cette date, il est établi que les Billes ont fait diverses démarches en vue de la vente de leurs actions; à tout le moins, Alfred, David et Martha voulaient faire évaluer leurs actions, tandis qu'Alfred et David étaient disposés à vendre à un prix acceptable. Le 2 juin 1986, Alfred Billes rencontra R.B. Matthews et ses associés Peter Beattie et Rene Sorell en vue de discuter de l'offre de Carling. Au cours de cette rencontre, Sorell lanra l'idée qu'on pouvait monter d'une autre façon la vente des actions des Billes. Cette autre façon est exposée dans une lettre de R.B. Matthews à Alfred Billes, datée du 3 juin 1986:

> "Nous avons discuté diverses façons d'y arriver et nous en sommes venus à la conclusion qu'il faudrait penser sérieusement à la possibilité de proposer à Carling O'Keefe ou à tout autre acheteur éventuel de faire une offre au prorata à tous les porteurs d'actions ordinaires en vue d'acheter 49 % des actions ordinaires à un prix qui ferait plusieurs fois le cours de

> l'action. Si 49 % seulement des actions étaient achetées, l'acheteur pourrait acquérir le contrôle effectif de la société sans être obligé d'acheter les actions catégorie A." (traduction)

Si cette idée pouvait fonctionner, c'était, comme l'indiquait R.B. Matthews dans sa lettre du 3 juin, parce que la clause de protection ne jouait que si "une majorité des actions alors émises et en circulation" étaient déposées en réponse à l'O.P.A. et qu'il en était pris livraison. Par conséquent, une offre à tous les porteurs d'actions ordinaires, mais ne portant que sur 49 % des actions ordinaires en circulation, ne pouvait aboutir au résultat qu'il soit pris livraison d'une majorité des actions ordinaires en circulation.

En ce qui concerne le montage imaginé par Sorell, R.B. Matthews a dit lors de son témoignage: "nous avons été surpris, mais l'idée nous a paru très intéressante" (traduction). Lorsqu'on lui a demandé la raison de sa surprise, Matthews a répondu:

> "Simplement, ainsi que vous le savez par les témoignages entendus jusqu'à maintenant, j'ai été mêlé à l'affaire à l'époque de la rédaction de la clause de protection et ce n'était pas une possibilité que j'avais envisagée, et je ne croyais sûrement pas qu'un autre y avait pensé." (traduction)

Dans sa lettre du 3 juin, R.B. Matthews suggérait à Alfred Billes que les Billes retiennent les services d'un courtier pour voir si d'autres acheteurs pourraient être intéressés par leur bloc de contrôle. A la suite de cette lettre, une réunion fut tenue aux bureaux de Merrill Lynch Canada Ltée, le 11 juin 1986. Alfred Billes assistait à cette réunion au nom des Billes. D'après les notes relatives à cette réunion du 11 juin et d'après une note versée au dossier par E. Duff Scott, qui était vice-président chez Merrill Lynch, il est clair que les discussions ont porté sur différentes alternatives visant à assurer aux Billes le prix le plus élevé possible pour leurs actions. La note de Scott envisage notamment la possibilité d'une offre sur 49 % des actions ordinaires.

Au bas de la page 4 des notes de la réunion du 11 juin 1986, on trouve un titre "Mandat", puis les mots: "Maximiser la valeur pour les Billes" et "Compatibilité de culture avec Canadian Tire". Selon le témoignage de R.B. Matthews, ces deux buts ont été maintenus au cours de toute cette période; pour reprendre ses paroles, "les Billes voulaient maximiser la valeur de leurs actions et ils voulaient trouver un acheteur qui serait compatible du point de vue de la culture ... avec les traditions de Canadian Tire" (traduction). Le 23 juin 1986, William Biggar, vice-président et administrateur chez Merrill Lynch, spécialiste des acquisitions et fusions, téléphona à Tull Gearalld, chef des fusions et

acquisitions au bureau de New York de Merrill, Lynch Inc. Les notes de Biggar sur cette conversation contiennent le passage suivant:

> "Écrémer la valeur de la catégorie A pour obtenir plus pour les ordinaires. Comment obtenons-nous une indemnisation de la Société. Fait que le vote de la catégorie A résulte de la vente du contrôle des ordinaires fait ressortir le problème - clairement, les catégories A ont été conçues de manière à avoir une protection en cas d'offre publique." (traduction)

Le 25 juin 1986, une réunion eut lieu aux bureaux de Merrill Lynch, à laquelle assistaient R.B. Matthews, Beattie, Sorell, les Billes, Scott et Biggar. Selon les notes, Scott aurait évoqué "deux possibilités - avoir une offre pour tous les actionnaires ou - obtenir le meilleur prix" (traduction). Toujours d'après les notes, Scott aurait dit: "nous ne pensons pas qu'il y ait d'acheteur qui soit grandement intéressé à être mêlé à une controverse" (traduction). Selon son témoignage, R.B. Matthews avait supposé que Scott faisait allusion à la question de faire une offre sur les actions ordinaires seulement et que le genre de controverse auquel il pensait était "le genre de controverse dans laquelle nous nous trouvons actuellement" (traduction). Les notes parlent aussi d'obtenir une gamme de valeur raisonnable et l'une des tâches finalement confiées à Merrill Lynch était d'évaluer les actions de la famille Billes.

Selon le témoignage de R.B. Matthews, les Billes, à ce moment-là, n'étaient pas encore décidés à vendre et n'ont fait appel à Merrill Lynch que pour déterminer la valeur des actions. Les Billes pourraient alors décider s'ils souhaitaient que Merrill Lynch sollicite des offres.

Pendant ce temps, les négociations se poursuivaient avec Carling. Le 3 juillet 1986, la famille Billes écrivit à Carling pour lui demander une offre formelle. D'autres négociations eurent lieu et, en fin de compte, Rod McInnes, chef de la direction de Carling, écrivit à Alfred Billes le 22 septembre 1986 pour lui indiquer que Carling n'était plus intéressée à acquérir le contrôle de Canadian Tire.

Biggar a témoigné longuement sur sa participation à la vente des actions des Billes et aux événements qui ont conduit à l'O.P.A. de Dealers. Bien que les rencontres avec Merrill Lynch aient continué tout l'été, leurs services ne furent pas réellement retenus jusqu'au 19 septembre 1986 et le mandat formel, signé par les frères Billes, porte la date du 14 octobre 1986. Il était clair pour Biggar que Martha tenait particulièrement à avoir une évaluation de ses actions. Le 2 octobre 1986, Biggar communiquait aux Billes une gamme de prix allant de 67 $ à 91 $ par action ordinaire. Le 3 octobre 1986, l'avocat de Martha avisa Merrill Lynch que sa cliente n'était pas disposée à vendre ses actions.

C'est à cette époque que les frères Billes décidèrent de vendre leurs actions. Le prix arrêté pour leurs actions était de 99,95 $. Biggar a décrit ce prix comme "la décision d'Alfred et de David", ajoutant qu'il considérait le prix comme réaliste. Merrill Lynch entreprit alors de rédiger une notice d'information et de la communiquer à des acquéreurs canadiens éventuels des actions de Canadian Tire. L'une des personnes à recevoir la notice de Merrill Lynch fut Allen Warren, président de Dealers. Selon une note pour le dossier de R.B. Matthews, datée du 21 octobre 1986, Gordon Capital avait informé Biggar qu'ils avaient eu des pourparlers avec Warren et que Dealers pourrait être intéressée à faire une offre. Une autre note de Matthews pour le dossier, datée du 5 novembre 1986, indique que, lors d'une réunion chez Merrill Lynch à laquelle assistaient Scott, Biggar et les frères Billes, on en était venu à la conclusion que "l'acheteur le plus probable serait Dealers" (traduction).

Selon une note de R.B. Matthews pour le dossier, datée du 6 novembre 1986, il avait reçu la veille un appel lui disant qu'Alfred Billes rencontrait Bob Fung, un représentant de Gordon, aux bureaux de Gordon et il les avait rejoints. Fung avait indiqué que Dealers avait retenu les services de Gordon et que, pour le moment, Dealers était moins intéressée à acheter les actions que "... à assurer la stabilité en passant avec Alfred et David un contrat qui leur donnerait le pouvoir qu'ils souhaitaient obtenir. Si nécessaire, Dealers serait disposée à acheter des actions, mais préférerait ne pas acheter la totalité des actions ordinaires d'Alfred et de David" (traduction). Selon le témoignage de Matthews, Alfred Billes croyait peu probable qu'un accord intervienne entre les Billes et préférait vendre plutôt que conserver ses actions.

Une réunion se tint le 7 novembre, aux bureaux de Merrill Lynch, pour discuter de la vente des actions des frères Billes, avec l'idée que Dealers était l'acheteur le plus probable. C'est au cours de cette réunion que Merrill Lynch suggéra de donner à Martha l'avis prévu par la convention Aldamar, vu que tout acheteur intéressé aux actions des frères Billes se préoccuperait du droit de préemption de Martha. Aussi, Alfred et David Billes donnèrent à Martha l'avis prévu le 7 novembre 1986.

Du fait qu'il était possible que Martha décide d'acheter leurs actions, les frères Billes devaient fixer un prix qu'ils trouvent satisfaisant pour l'éventualité où Martha déciderait d'acheter. C'est ainsi que le prix de 100 $ par action fut fixé. Pour reprendre ce qui a été dit, Biggar, après avoir étudié la question, soumit aux frères Billes une fourchette de prix allant de 67 $ à 91 $ par action ordinaire. Les frères Billes choisirent alors le prix de 99,95 $ par action.

Dans l'avis donné à Martha, le prix est établi au moyen d'une formule. Dans son témoignage, Biggar a indiqué que la formule avait été conçue par lui. Une formule s'imposait, car on ne savait pas avec certitude qui finirait par être l'acheteur et il fallait couvrir toutes les possibilités. Il fallait fixer un prix qui soit satisfaisant pour les frères Billes dans l'éventualité où Martha serait l'acheteur. Si ce n'était pas elle qui achetait, le prix devait être jugé satisfaisant par les frères Billes pour la vente à un tiers à un prix égal ou supérieur au prix établi au moyen de la formule, de sorte qu'ils ne soient pas obligés de faire une nouvelle offre à Martha selon les dispositions de la convention Aldamar.

La formule contenue dans l'avis à Martha était la suivante:

"Prix par action = $\frac{\text{140 millions \$ - 12 \$ (1 400 767 - X)}}{X}$,

X représentant le nombre d'actions vendues par les vendeurs." (traduction)

La description la plus éclairante de l'effet de cette formule se trouve dans l'avis donné à Martha:

"(Cette formule a été conçue de manière à permettre aux vendeurs de vendre et à l'acheteur d'acheter, à son choix, un nombre d'actions ordinaires qui donne à l'acheteur le plus de flexibilité possible dans l'acquisition d'actions de la Société. On notera que la formule, indépendamment du nombre d'actions achetées, fait en sorte que les vendeurs réalisent toujours une somme globale de 140 millions $ pour leurs actions ordinaires de la Société, cette somme globale provenant de la vente d'actions ordinaires aux termes des présentes et, le cas échéant, de la vente des actions ordinaires qui leur resteront à 12 $ par action.) (traduction)

Comme le nombre d'actions offertes par les frères Billes était de 1 400 767, la formule donnerait les résultats suivants:

Supposons qu'une seule action ordinaire est vendue par les frères Billes.

$$\text{Prix par action} = \frac{140 \text{ millions } \$ - 12\ (1\ 400\ 767 - 1)}{1}$$

$$= 140 \text{ millions } \$ - 12\ (1\ 400\ 766)$$

$$= 140 \text{ millions } \$ - 16\ 809\ 192\ \$$$

$$= 123\ 190\ 808\ \$$$

Il en résulte que le prix de cette action est 123 190 808 $. Si le reste des actions ordinaires (1 400 766 actions) sont vendues comme actions ordinaires, ou, plus probablement, converties en actions catégorie A et vendues sur le marché à 12 $, la contrepartie obtenue est de 16 809 192 $. La contrepartie globale reçue par les frères Billes serait alors de 140 millions $ (123 190 808 par suite de l'offre et 16 809 192 par suite des ventes sur le marché). Il va de soi que, dans la réalité, aucun acheteur n'achèterait une seule action. Par conséquent, Martha achèterait toutes les actions ou elle n'en achèterait aucune. Si elle achetait toutes les actions, la formule donnerait le résultat suivant:

> Supposons que Martha achète de ses frères la totalité des 1 400 767 actions.

$$\text{Prix par action} = \frac{140 \text{ millions } \$ - 12\ (1\ 400\ 767 - 1\ 400\ 767)}{1\ 400\ 767}$$

$$= \frac{140 \text{ millions } \$ - 0}{1\ 400\ 767}$$

$$= 99{,}95\ \$$$

En fait, Martha refusa l'avis comme non conforme aux conditions de la convention Aldamar.

Le point à souligner, c'est que, dans les deux hypothèses, les frères Billes reçoivent approximativement 100 $ par action pour toutes leurs actions, quoique, dans la première hypothèse, ils vendent en bourse le reste de leurs actions ordinaires. Le prix de 100 $ par action constitue la contrepartie qu'ils souhaitaient recevoir pour la vente de toutes

leurs actions, après avoir pris connaissance de la fourchette de prix établie par Biggar, allant de 67 $ à 91 $ par action ordinaire.

Il est clairement établi que la volonté des frères Billes était de vendre toutes leurs actions ordinaires et de recevoir comme contrepartie 100 $ par action. R.B. Matthews, qui représentait les frères Billes pendant toute l'opération, a parlé dans son témoignage d'une note interne rédigée par son associé Sorell, qui forma la base des discussions lors d'une réunion à laquelle il assista le 24 octobre 1986. La note est intitulée: "Stratégies d'offre: vente de la participation des Billes dans la Société Canadian Tire, Limitée" (traduction). Sous le titre "Objectifs des Billes", on trouve la phrase "vendre toutes les actions ordinaires au prix le plus élevé possible" (traduction). Dans son témoignage, Matthews a affirmé que "... leur objectif [celui des frères Billes] du début à la fin était de vendre toutes leurs actions au prix le plus élevé possible" (traduction).

Matthews, au cours de son interrogatoire principal, a exposé clairement le raisonnement qui sous-tend la formule et la nécessité de flexibilité:

> "Nous voulions mettre au point une formule qui permettrait aux Billes de vendre n'importe quel nombre d'actions, qui leur ferait recevoir un total de 140 millions $ pour toutes leurs actions ordinaires, et c'est une formule compliquée, parce que vous devez supposer que les actions qui ne seront pas vendues à l'initiateur ... seront ensuite vendues sur le marché et vous devez décider quel prix vous obtiendriez pour ces actions, et ce prix a été fixé de manière assez arbitraire à 12 $. L'idée était que le prix serait semblable au cours des actions A à l'époque. Voilà ce que la formule devait assurer." (traduction)

Un total de 140 millions $ pour la totalité des actions ordinaires des frères Billes donne une valeur de 100 $ par action.

En ce qui concerne la nécessité de flexibilité dans la formule, la question de savoir si on s'attendait que Martha allait acheter l'ensemble des actions des frères Billes, et l'effet que devait avoir la formule sans égard à l'identité de l'acheteur, le dialogue suivant tiré de l'interrogatoire principal de R.B. Matthews est éclairant:

> "Q. Maintenant, la flexibilité que vous avez mentionnée, M. Matthews, vous avez dit qu'elle s'appliquerait à Martha ou à tout autre acheteur et vous avez mentionné, je crois, comme autre acheteur, les concessionnaires?

R. Oui, Monsieur.

Q. Au moment où l'avis a été donné, s'attendait-on que celle-ci voudrait prendre un nombre d'actions moindre que la totalité des actions de ses frères, si elle se prévalait de ses droits à la suite de l'avis?

R. Je ne crois pas.

Q. Donc, dans la mesure où il y avait flexibilité, vous pensiez surtout à la flexibilité par rapport aux concessionnaires?

R. Ou par rapport à tout autre acheteur.

Q. Ou par rapport à tout autre acheteur?

R. Oui, Monsieur.

Q. La question de la flexibilité permise par la formule était-elle reliée de quelque façon à la question de la clause de protection?

R. Elle le serait sûrement si les concessionnaires étaient l'acheteur.

Q. De quelle manière serait-elle reliée?

R. Bien. Comme nous l'avons déjà dit, nous croyions que les concessionnaires pourraient acheter 49 % des actions ordinaires par la voie d'une offre au prorata, sans faire jouer la clause de protection.

Q. Oui, et dans ces circonstances, Alfred et David voulaient recevoir le paiement de toutes ces actions sur la base de la valeur résiduelle?

R. Pourriez-vous reformuler la question?

Q. A l'époque où vous avez donné l'avis, si les concessionnaires avaient voulu suivre ce que nous avons appelé le scénario Sorell et prendre livraison de 49 % des actions, cet avis me semble avoir pour effet que Alfred et David recevraient 70 millions $ [chacun], sur la base de 100 $ par action pour la totalité de leurs actions?

R. En effet, c'est exact.

Q. Ce que je voudrais savoir, c'est si la formule a été structurée de cette façon parce qu'on avait conscience de la possibilité ou de la probabilité ou, à tout le moins, de la pensée que les concessionnaires pourraient vouloir suivre le scénario Sorell?

R. Bien, c'était certainement une possibilité et la raison du besoin de flexibilité était que nous ne savions pas à ce moment-là à qui nous vendrions, et si nous vendions à l'acheteur A, l'acheteur A pourrait vouloir acheter 100 % et l'acheteur B pourrait vouloir acheter moins de 100 %, et la formule nous permet de vendre un nombre quelconque d'actions à n'importe quel acheteur, et c'est la raison de la flexibilité.

Q. Et recevoir toujours la même somme d'argent?

R. C'est exact.

Q. D'après ce que je comprends, cette formule est la même que celle qui se retrouve ultimement dans la convention entre les frères Billes et les concessionnaires?

R. C'est exact.

Q. Elle se retrouve aussi dans le contrat de blocage [lock-up agreement] entre les frères Billes et les concessionnaires.

R. Excusez-moi. Quelle était la question précédant immédiatement celle-ci?

Q. La formule que nous examinons dans l'avis Aldamar est la même formule qui devient partie du marché entre les frères et les concessionnaires?

R. C'est-à-dire le contrat de blocage?

Q. Oui.

R. D'accord. Oui, Monsieur." (traduction)

Le 21 novembre, il y eut une réunion aux bureaux de Gordon pour discuter de l'achat des actions des frères Billes par les concessionnaires. Selon le témoignage de R.B. Matthews, lors de cette réunion, on s'entendit en principe pour travailler à un contrat de blocage relié à un dépôt irrévocable des actions des frères Billes et à une O.P.A. au prorata sur 49 % des actions ordinaires. Sur la façon dont l'offre au prorata sur 49 % des actions ordinaires en est venue à être la méthode adoptée pour la prise de contrôle de Dealers, Matthews a dit, dans son témoignage, avoir compris que "... "... l'un des conseillers des concessionnaires l'avait trouvée [l'idée d'une offre au prorata sur 49 % des actions] tout à fait indépendamment de M. Sorell; les deux parties avaient donc l'idée à l'esprit quelques jours avant cette réunion" (traduction).

Le 22 novembre 1986, les frères Billes concluent un contrat de blocage avec Dealers. Aux termes de ce contrat, Dealers s'engage à faire une O.P.A. sur 49 % des actions ordinaires de Canadian Tire. La contrepartie pour chaque action achetée par suite de l'offre est définie comme une somme déterminée en fonction d'une formule. Cette formule est identique à la formule se trouvant dans l'avis donné à Martha en vertu de la convention Aldamar, modifiée seulement pour tenir compte des particularités de l'O.P.A. Voici cette formule:

$$\text{Prix par action} = \frac{140\,000\,000 - 12\,(1\,400\,767 - X)}{X},$$

$$\text{où } X = 1\,400\,767 \left(\frac{1\,690\,500}{\text{nombre d'actions ordinaires déposées en réponse à l'offre}}\right),$$

Dans cette formule, X représente le nombre d'actions ordinaires vendues. Puisque l'offre que devait faire Dealers portait sur 49 % des actions ordinaires en circulation, il n'était pas possible de savoir exactement, à l'avance, combien d'actions des frères Billes seraient prises et réglées par suite de l'offre. Ce nombre varierait en fonction de la

réduction proportionnelle, laquelle dépendrait à son tour du nombre total des actions déposées. Dans la formule, 1 690 500 représente 49 % des actions ordinaires émises et en circulation de Canadian Tire. En définissant X de cette façon, on détermine simplement le nombre d'actions ordinaires détenues par les frères Billes qui seraient achetées par suite de l'offre. Le nombre ainsi obtenu s'insère ensuite dans la formule originale contenue dans l'avis à Martha et produit le même effet que nous avons déjà vu, c'est-à-dire qu'il assure aux frères Billes une contrepartie globale de 140 millions $.

Aux termes du contrat de blocage, les frères Billes s'engageaient à déposer irrévocablement leurs actions en réponse à l'O.P.A. qui devait être faite et à ne pas révoquer ce dépôt. Dealers, de son côté, s'engageait à verser un cautionnement de 15 millions $, cette somme devant être affectée au règlement des actions acquises par suite de l'offre. Le cautionnement est divisé en deux portions égales de 7 500 000 $, dont l'une est non remboursable tandis que l'autre est remboursable. Si l'offre n'est pas faite, ou s'il n'y a pas prise de livraison et règlement des actions déposées, la portion remboursable devient non remboursable. Cependant, deux exceptions sont prévues à cette règle voulant que la portion remboursable devienne non remboursable si l'offre n'est pas faite ou s'il n'y a pas prise de livraison et règlement des actions déposées.

La première exception porte sur toute mesure encore inconnue du public qui entraîne un changement important dans la situation de Canadian Tire. La seconde porte sur toute décision ou autre mesure prise par un tribunal ou une autorité de réglementation qui aurait pour effet d'interdire le lancement de l'O.P.A. ou la prise de livraison et le règlement des actions déposées. Cependant, cette seconde exception relative à une décision d'un tribunal ou d'une autorité de réglementation comporte une exclusion, à savoir une décision ou une ordonnance prononcée "par suite du mécanisme de fixation du prix ou de la méthode de calcul du nombre d'actions ordinaires faisant l'objet de la prise de livraison et du règlement à la suite de l'offre" (traduction). En d'autres termes, les parties avaient clairement conscience que le montage de l'offre, c'est-à-dire le prix très élevé offert pour 49 % des actions ordinaires, allait être controversé et le risque d'une interdiction était supporté par Dealers.

Le 2 décembre 1986, Martha conclut avec Dealers un contrat de blocage semblable à celui qu'avaient conclu ses frères, sauf sur un point important, à savoir le cautionnement. En effet, selon ce contrat, le cautionnement s'élevait à 15 millions $ et était non remboursable.

Le 8 décembre 1986, le contrat de blocage avec les frères Billes fit l'objet d'une modification: le cautionnement de 15 millions $ fut transformé en un cautionnement entièrement non remboursable.

Le 9 décembre 1986, Dealers lança son O.P.A. sur 49 % des actions ordinaires en circulation de Canadian Tire au prix de 160,24 $ par action. Il est clairement établi que le prix de 160,24 $ fut établi en fonction de l'hypothèse que tous les porteurs d'actions ordinaires (à l'exception de Dealers) déposeraient toutes leurs actions en réponse à l'offre. C'est la seule hypothèse raisonnable, puisque le prix payé aux termes de l'offre sur les actions ordinaires représentait environ quatre fois le cours des actions ordinaires dans les jours précédant l'annonce par Dealers de son intention de lancer une O.P.A. L'hypothèse est aussi raisonnable du fait que les contrats de blocage, exposés dans la note d'information, assuraient le succès de l'offre dans la mesure où ils prévoyaient le dépôt du bloc de contrôle de 60,9 % des Billes à Dealers.

Si on suppose que tous les porteurs d'actions ordinaires (à l'exception de Dealers) déposent leurs actions en réponse à l'offre, on peut calculer la somme que les Billes recevraient par suite de l'offre, et la somme totale qu'ils recevraient à la suite de la disposition de toutes leurs actions, y compris la vente sur le marché des actions catégorie A obtenues par la conversion du reste des actions ordinaires. Le nombre total des actions des Billes qui seraient achetées par suite de l'offre s'élève à 1 245 981, ce qui représente environ 59,3 % de leur bloc (comme Dealers possède déjà 600 650 actions ordinaires, soit environ 17,4 % des actions ordinaires en circulation, le nombre total des actions susceptibles d'être déposées à l'offre s'en trouve réduit, ce qui donne une prise de livraison au prorata de 59,3 %). Voici le résultat (les prix sont arrondis):

Nombre d'actions faisant l'objet de la prise de livraison par suite de l'O.P.A.	1 245 981		
Prix par action		160,24 $	
Contrepartie des actions vendues par suite de l'O.P.A.			200 000 000 $
Nombre d'actions restantes	855 169		
Prix de vente en bourse après conversion en actions catégorie A		12,00 $	
Contrepartie des ventes sur le marché			10 000 000 $
Contrepartie globale			210 000 000 $

Ainsi, les Billes recevraient environ 100 $ pour chacune de leurs actions ordinaires. Si les porteurs ne déposaient pas la totalité des actions en réponse à l'offre, la contrepartie globale que recevraient les Billes augmenterait en proportion.

La relation entre le prix par action aux termes de l'offre et la formule contenue dans l'avis donné à Martha en vertu de la convention Aldamar (rappelons que cette formule avait été conçue de manière à donner aux frères Billes une valeur de 100 $ par action pour la vente de toutes leurs actions) est indiquée à la page 7 de la note d'information. Dans l'explication des conditions du contrat de blocage avec les frères Billes et de la formule contenue dans l'avis qu'ils ont donné à Martha, la note d'information rappelle que, dans le contrat de blocage avec les frères Billes, Dealers "a convenu de verser un prix d'achat en vertu de l'offre au moins égal au prix déterminé par la formule".

Comme nous l'avons déjà indiqué, le contrat de blocage du 27 novembre 1986 entre Dealers et les frères Billes manifestait une nette conscience du fait que le montage de l'offre, en particulier le mécanisme de fixation du prix, allait être controversé. D'où vient que, malgré le fait que la portion remboursable de 7 500 000 $ du cautionnement original devienne remboursable si un tribunal ou une autorité de réglementation interdisait l'offre, on ait introduit une exclusion pour le cas d'une interdiction fondée sur le mécanisme de fixation du prix, c'est-à-dire sur la prime extrêmement élevée pour 49 % des actions ordinaires. Au

cours du contreinterrogatoire, Matthews a convenu que "les avocats", "les conseillers des vendeurs et des acheteurs éventuels", "les vendeurs eux-mêmes" et "Dealers" se sont engagés dans l'opération, pour reprendre la question de M. Fisher à Matthews, "en toute connaissance de cause à propos du risque de controverse". Et Matthews a convenu que la controverse était "... reliée à l'allégation d'un traitement inéquitable des porteurs d'actions catégorie A" (traduction).

En contre-interrogatoire, Alfred Billes a admis que ses avocats et conseillers l'avaient avisé des risques de controverse au sujet de l'O.P.A. de Dealers.

Deux autres question soulevées au cours de l'administration de la preuve doivent être traitées. La première se rapporte au cours des actions ordinaires par rapport à celui des actions catégorie A depuis la restructuration de capital de 1983 jusqu'au moment où le contrôle de Canadian Tire fut remis en jeu à l'été 1986. La seconde concerne l'effet qu'aurait sur le marché la décision de prononcer une interdiction. Il sera plus aisé de traiter de ces questions dans les deux parties qui suivent, consacrées à l'argumentation et aux motifs de la décision.

IV. L'argumentation

A. Le personnel des Commissions

L'argument essentiel du personnel des Commissions était le suivant: considérée à la lumière de la volonté des Billes de vendre leur bloc de contrôle depuis la fin du printemps 1986 et dans le contexte de la restructuration de capital de 1983 et des raisons qui avaient amené à consentir une protection en cas d'offre publique aux porteurs d'actions catégorie A, l'offre était contraire à l'intérêt public, en fonction duquel la Commission doit exercer sa discrétion aux termes de l'article 316 de la Loi; il a été soutenu que la Commission a compétence en vertu de l'article 265 de la Loi, encore qu'il n'y ait pas eu contravention spécifique à la Loi, au Règlement ou aux Instructions générales, et que la nature de cette opération est contraire à l'intérêt public. Pour justifier le pouvoir de la Commission d'intervenir dans la présente affaire, on invoquait les principes établis par l'Ontario Securities Commission dans l'affaire Cablecasting Limited, [1978] OSCB 37.

Quant à l'opération elle-même, on soutenait que l'offre et l'engagement des Billes de déposer leurs actions en réponse à celle-ci aux termes des contrats de blocage, constituaient des pratiques abusives à l'égard des marchés de valeurs et devaient donc être interdites. Selon les avocats, les contrats entre les Billes et Dealers par lesquels Dealers s'engageait à faire une offre sur 49 % des actions ordinaires au prix de 160,24 $ par

action constituaient une opération artificielle, montée avec ingéniosité pour éviter de faire jouer la clause de protection en cas d'offre publique introduite en 1983 en faveur des porteurs d'actions catégorie A. L'offre sur 49 % des actions garantit que "... une majorité des actions ordinaires alors émises et en circulation" ne seront pas déposées en réponse à l'offre et qu'il n'en sera pas pris livraison, avec le résultat que la clause de protection ne jouera pas. Par contre, la prime extrêmement élevée payée pour 49 % des actions fait en sorte que les Billes, une fois qu'ils auront converti le reste des actions ordinaires en actions catégorie A et vendu celles-ci, recevront le prix qu'ils voulaient obtenir pour la totalité de leur bloc de contrôle de 60,9 %, soit 100 $ par action.

Les avocats soutenaient que les Commissions ont le pouvoir d'intervenir au seul motif que l'opération, montée de cette façon, est contraire à l'intérêt public puisqu'elle dénie aux porteurs d'actions catégorie A les droits qui leur ont été octroyés en 1983 pour les inciter à approuver la restructuration de capital. De surcroît, la protection en cas d'offre publique constituait un élément important dans la vente ultérieure des actions catégorie A par les Billes pour financer l'acquisition du contrôle et dans la décision des investisseurs institutionnels de souscrire les actions catégorie A placées par Canadian Tire pour financer ses opérations internes. La clause de protection fut introduite en 1983 pour inciter les porteurs d'actions catégorie A à appuyer la restructuration de capital par laquelle les actions catégorie A furent divisées en 5 et les actions ordinaires, en quatre actions catégorie A et une action ordinaire. Par suite de cette division, tous les droits de vote appartenaient aux détenteurs de 4 % des actions de participation, les Billes possédant 60,9 % des actions ordinaires, tandis que les porteurs d'actions catégorie A possédaient 96 % des actions de participation. Dans ces circonstances, la direction considéra que la protection en cas d'offre publique en faveur des porteurs d'actions catégorie A était essentielle. De plus, les conseillers financiers de Canadian Tire, Burns, jugèrent cette protection importante pour la vente des actions catégorie A. Or, la vente de leurs actions catégorie A constituait un élément essentiel pour le plan des Billes, puisqu'ils devaient réaliser par ce moyen une somme de 56 millions $, en vue de régler une bonne partie de leur achat des actions de la succession au prix de 73 millions $.

Si l'on pense aux motifs qui ont conduit à l'introduction de la clause de protection en 1983, l'offre et le dépôt par les Billes de leurs actions en réponse à celle-ci étaient contraires à l'intérêt public, car contraires au bon fonctionnement des marchés financiers. Permettre aux actionnaires qui ont le contrôle, trois ans plus tard, de conclure une opération qui vise manifestement à leur donner le moyen de vendre leur bloc de contrôle pour la contrepartie globale qu'ils veulent, mais sans faire jouer la clause de protection en faveur des porteurs d'actions catégorie A, ce serait permettre une opération abusive. On plaidait que cela est contraire à l'intérêt public et que la Commission devrait en

conséquence exercer le pouvoir prévu à l'article 265 de la Loi d'interdire l'opération.

Quant aux concessionnaires, ils ne pourraient se dissocier des Billes en raison de leur volonté d'acquérir le contrôle de la manière la plus efficace et la moins coûteuse possible, comme ils ont tenté de le faire au moyen des contrats de blocage passés avec les Billes et de l'offre qu'ils ont faite par la suite. Dans ces circonstances, on plaidait que les concessionnaires ne pouvaient se dissocier des Billes ni se soustraire à l'obligation de traitement équitable que les Billes, en tant que groupe de contrôle, avaient à l'égard de tous les actionnaires de Canadian Tire.

Les avocats ont aussi soutenu que les Billes manquaient aux devoirs qu'ils avaient à l'endroit des actionnaires minoritaires de Canadian Tire en raison de leur position d'actionnaires majoritaires, d'initiés et d'administrateurs de Canadian Tire. A ce titre, ils sont tenus à une norme élevée d'intégrité et de bonne foi, telle qu'elle a été définie au cours des dernières années par les tribunaux du Québec et par la Cour suprême du Canada. Les Billes contrôlent les leviers de la société et ils ont été mêlés à l'élaboration de la clause de protection en 1983. En réalité, la clause de protection a même été introduite pour les aider à obtenir l'approbation des porteurs d'actions catégorie A à la restructuration de capital et à trouver un marché réceptif pour la vente de leurs actions. Que les Billes s'engagent en 1986, en toute connaissance de cause, dans une opération qui vise précisément à éviter de faire jouer la clause de protection, tout en leur permettant d'obtenir la contrepartie globale qu'ils voulaient pour la vente de leur bloc de contrôle, cela constitue un manquement à leur devoir à titre d'actionnaires détenant le contrôle et d'administrateurs. Ce manquement à leur devoir constitue une raison supplémentaire de décider que l'interdiction est dans l'intérêt public.

M. Campion, pour le compte des Deferred Profit Sharing Plans de Canadian Tire, a appuyé les avocats des Commissions dans leur recommandation d'interdiction, tout comme M. Shay, pour le Toronto Stock Exchange, et MM. Fisher, Geller et Riva pour le compte des actionnaires catégories A.

B. Les intéressés

Alfred, David et Martha Billes étaient représentés chacun par un avocat différent, de même que les concessionnaires. M. Wright soutient avec énergie, pour le compte de David, que la clause de protection était claire et sans ambiguïté. Selon la preuve établie, elle fut présentée correctement, non seulement dans les documents de la société au cours des trois dernières années, mais aussi dans les analyses et dans les articles de journaux consacrés à Canadian Tire. Chaque fois qu'on mentionnait la

clause de protection en faveur des porteurs d'actions catégorie A, c'était toujours en posant qu'il fallait qu'une majorité des actions ordinaires en circulation soient déposées en réponse à l'offre et qu'il en soit pris livraison pour que la clause de protection joue. Ce qu'on voulait en 1983, c'était la protection en cas de vente par les Billes du bloc de contrôle de 60 %, et c'est exactement ce qui avait été accordé. Personne n'avait jamais pensé à la vente d'un nombre d'actions inférieur à la majorité et personne ne peut se plaindre aujourd'hui.

Quant à l'argument au sujet de l'intérêt public, M. Wright a plaidé que les porteurs d'actions catégorie A ne sont aucunement le public. Leur intérêt est un intérêt privé et s'ils croient avoir un grief fondé contre les actionnaires qui détiennent le contrôle, ils devraient porter l'affaire devant les tribunaux. Il ne s'agissait pas d'un cas approprié pour que la Commission exerce ses pouvoirs. De surcroît, les avocats des Commissions n'avaient relevé aucune contravention à la Loi, au Règlement ou aux Instructions générales. Il n'y avait pas non plus allégation de fraude. Sur quel fondement la Commission serait-elle alors justifiée d'intervenir?

Selon M. Wright, la décision rendue dans l'affaire Cablecasting exigeait la constatation d'une contravention à la Loi, au Règlement ou aux Instructions générales. Les avocats des Commissions n'avaient pas présenté de justification satisfaisante d'une intervention. En outre, il plaidait qu'une intervention de la Commission serait préjudiciable aux marchés de valeurs, en ce qu'elle créerait une incertitude quant à la portée des documents publics. Il est absolument nécessaire, selon lui, qu'on pense que les documents veulent dire ce qu'ils disent. En l'occurrence, une intervention irait à l'encontre d'un texte clair dans un document qui est public depuis environ trois ans et qui pose l'exigence d'"une majorité des actions ... soumises et prises en livraison."

Sur la question des actions sans droit de vote et des clauses de protection, M. Wright a rappelé, comme M. Heintzman pour le compte d'Alfred Billes, que les Commissions avaient examiné le recours aux actions sans droit de vote à deux reprises, le dernier examen ayant eu lieu en 1984. Chaque fois, les Commissions avaient refusé de contrecarrer l'utilisation qui en était faite, bien qu'elles aient introduit des exigences d'approbation par la majorité des minoritaires et d'une information plus étendue dans le cas d'une restructuration de capital par laquelle une société passe à une structure de capital comportant à la fois des actions sans droit de vote et des actions à droit de vote. En outre, et cela est plus significatif, les Commissions ont refusé de rendre les clauses de protection obligatoires, bien qu'elles l'aient d'abord fait dans une décision provisoire en 1984. Les Commissions sont revenues sur cette position après avoir pris connaissance des observations d'émetteurs et d'investisseurs. Aussi, l'état de la question aujourd'hui, c'est que les actions sans droit de

vote sont permises et que les clauses de protection ne sont pas obligatoires. De nombreuses émissions d'actions sans droit de vote comportent des clauses de protection, de nombreuses autres n'en comportent pas et, parmi celles qui en comportent, on trouve plusieurs types différents de clauses. Une intervention des Commissions dans la présente affaire reviendrait, pour elles, à dire, en fait, que les clauses de protection sont obligatoires. De surcroît, les Commissions se trouveraient à dire, en ce qui concerne les clauses de protection déjà existantes, qu'elles les examineront toutes en cas d'O.P.A. pour s'assurer que la prime de contrôle est partagée avec les porteurs d'actions sans droit de vote.

En ce qui concerne l'allégation que l'offre est une opération artificielle visant à permettre aux Billes de vendre la totalité de leur bloc au prix qu'ils voulaient, il est clairement établi, selon M. Wright, que la formule avait été créée par Biggar en novembre 1986 pour permettre aux frères Billes de donner à Martha l'avis prévu dans la convention Aldamar, de sorte qu'ils puissent, par la suite, être libres de vendre leurs actions si Martha ne voulait pas les acheter. La formule a été conçue de manière à donner aux frères Billes le plus de flexibilité possible dans la recherche d'un acheteur pour leurs actions. C'était une conduite parfaitement correcte, a-t-il soutenu, et la formule n'était aucunement artificielle quand elle a été reprise dans le contrat de blocage avec les concessionnaires. Il a également souligné fortement que la formule n'était pas contenue dans l'offre, celle-ci étant faite à un prix fixe. Les concessionnaires n'ont jamais eu l'intention d'acheter la totalité des actions ordinaires, leur situation financière ne leur permettait pas de le faire et leur offre est parfaitement légale dans une tentative de s'assurer une position de contrôle.

M. Heintzman a présenté, pour le compte d'Alfred Billes, cinq arguments principaux. Selon le premier, qui recoupe celui de M. Wright, ce que les demandeurs, c'est-à-dire les porteurs d'actions catégorie A, recherchent réellement, c'est la sanction d'un droit d'ordre privé, ce qui relève des tribunaux plutôt que d'une audience devant la Commission. Selon sa formulation, les porteurs d'actions catégorie A veulent que leur soit reconnu un droit qu'ils n'ont jamais eu, celui de participer à une O.P.A.

Son second argument était que, pour invoquer l'affaire Cablecasting, il fallait faire la preuve d'une contravention à la Loi ou à une Instruction générale établie en vertu de la Loi. Les avocats des Commissions n'avaient fait la preuve d'aucune contravention, sinon qu'ils avaient allégué que le contrat de blocage constituait une O.P.A. et qu'il fallait donc faire une offre ultérieure.

En troisième lieu, les Commissions, à la suite d'audiences publiques, avaient décidé que les actions sans droit de vote étaient permises et

qu'on pouvait en émettre et en placer. De plus, les Commissions n'avaient pas rendu obligatoires les clauses de protection. La seule exigence de la Loi, c'est que, dans les circonstances qui y sont prévues, une offre publique soit faite sur les actions comportant droit de vote. La Loi n'impose aucune obligation de faire une O.P.A. sur des actions sans droit de vote. Les Commissions se sont prononcées sur les actions sans droit de vote dans une Instruction générale et elles ne devraient pas, par le moyen de l'audience et de la décision demandée, modifier ce texte. Si elles voulaient le faire, la façon normale serait de tenir une audience publique et d'apporter une modification à la Loi ou à l'Instruction générale.

A propos des événements de 1986, M. Heintzman a soutenu que les Billes n'ont aucunement manqué à leur devoir à l'égard des porteurs d'actions catégorie A. Ils ont agi sur l'avis de leurs conseillers et ce qu'ils ont fait était parfaitement légal et conforme à ce que leur permettaient la Loi et les dispositions relatives aux actions. Dans le cas de la clause de protection en cause comme dans le cas de toute autre clause de protection, l'actionnaire qui détient le contrôle commande le jeu de la clause. Il n'y a là rien d'exceptionnel et les Billes étaient parfaitement dans leur droit en participant à une opération montée de manière à ne par faire jouer la clause de protection.

Quant à l'opération elle-même, M. Heintzman a plaidé qu'elle n'est aucunement artificielle et qu'elle reflète une valeur réelle. Les concessionnaires offraient 160,24 $ pour 49 % des actions ordinaires en circulation. Ce n'est pas une opération artificielle et ce n'est pas non plus écrémer la valeur des actions catégorie A. La valeur économique des actions que les Billes voulaient vendre était 160,24 $ et la valeur économique des actions qui leur resteraient était 12 $. Les concessionnaires offrent un prix pour un certain pourcentage des actions. Les actions restantes auraient une valeur estimative sur le marché. L'opération n'a rien d'artificiel; la valeur des actions vendues aux termes de l'offre et la valeur des actions restantes sur le marché sont toutes deux des valeurs réelles.

M. Heintzman a également insisté sur le besoin de certitude et sur la nécessité impérieuse que les documents d'ordre juridique aient une signification et reçoivent une interprétation conformes au sens clair des mots employés. On trouve une grande diversité de clauses de protection en faveur des porteurs d'actions sans droit de vote. La Commission va-t-elle commencer à interpréter chaque clause de protection pour assurer un traitement équitable des porteurs d'actions sans droit de vote chaque fois qu'une O.P.A. est lancée avec une prime sans que les porteurs d'actions sans droit de vote y participent? La décision rendue dans l'affaire Cablecasting n'autorise d'intervention que dans les cas les plus graves. S'il y a un problème important touchant l'ordre public, la Commisson devrait tenir une audience publique et publier un projet d'instruction générale en vue de recueillir des observations.

M. Lederman, pour le compte de Martha Billes, a soutenu qu'il fallait examiner son cas à part de celui de ses frères, en tenant compte uniquement de sa conduite à elle. En 1983, elle avait la même intention que ses frères, c'est-à-dire conserver le contrôle de Canadian Tire pour l'avenir prévisible. Il n'était pas question de vendre, surtout qu'on venait d'acquérir le contrôle. Fin 1985, Alfred et David commencèrent à considérer la possibilité de vendre et en juin 1986, Martha se joignit à eux dans les pourparlers avec Merrill Lynch, mais seulement en vue d'obtenir une évaluation de ses actions. Elle voulait connaître la valeur de ses actions, car, en vertu de la convention Aldamar, elle avait la possibilité d'acheter les actions de ses frères. Le 3 octobre 1986, le lendemain du jour où lui fut communiquée la gamme de valeurs établie par Biggar pour les actions ordinaires, elle écrivit à ses frères pour leur signifier qu'elle ne voulait pas vendre et qu'elle ne voulait pas non plus être associée à eux dans des négociations en vue de la vente. Par la suite, ses frères retinrent les services de Merrill Lynch pour rechercher des acheteurs. Le 15 octobre 1986, ceux-ci émirent un communiqué de presse indiquant que leurs actions étaient à vendre.

La répugnance de Martha à vendre créait des difficultés à ses frères puisqu'un acheteur potentiel souhaiterait obtenir le contrôle. Aussi, ses frères lui donnèrent l'avis prévu à la convention Aldamar, le prix proposé dans cet avis étant calculé à l'aide de la formule conçue par Biggar. Une autre difficulté pour ses frères provenait de la convention Aldamar: Martha avait un droit de préemption s'ils voulaient vendre, et le prix proposé devait donc les satisfaire dans l'éventualité où Martha déciderait d'acheter.

Selon l'argumentation de M. Lederman, Martha, mise devant le fait accompli du contrat de blocage, devait conclure le meilleur marché possible pour elle-même. Dans les circonstances, Martha devenait le porteur isolé d'un bloc de 20 % des actions ordinaires, ce qui la mettait dans une position exposée. Il ne serait pas réaliste d'attendre d'elle qu'elle fasse autre chose que de conclure le meilleur marché possible. Rien dans ce qu'elle a fait, a-t-on plaidé, n'a causé un préjudice aux porteurs d'actions catégorie A, aucune de ses actions ne constitue un manquement au devoir qu'elle avait, en tant que porteur d'un bloc de 20 %, à l'égard des autres actionnaires.

La réalité économique faisait qu'elle aurait dû déposer ses actions en réponse à l'offre des concessionnaires de toute façon et donc elle est dans la même situation que tout autre porteur d'actions ordinaires. En outre, les administrateurs de Canadian Tire avaient recommandé l'acceptation de l'offre aux porteurs d'actions ordinaires et le contrat de blocage entre Martha et les concessionnaires doit être regardé dans cette perspective. En conséquence, selon l'argumentation de son avocat, Martha ne devrait pas être touchée par l'interdiction d'opérations si une

telle interdiction était prononcée. Le pouvoir de prononcer une interdiction en vertu de l'article 265 est un pouvoir très vaste, et la Commission ne devrait pas l'utiliser à l'encontre de particuliers sans précautions. Selon M. Lederman, son cas devrait être examiné séparément et sa position, analysée séparément. Si l'on procède ainsi, on n'aurait aucune justification d'interdire les opérations sur ses actions.

M. O'Connor, pour les concessionnaires, a repris les arguments de MM. Wright et Heintzman: la Commission n'était pas la juridiction appropriée pour régler le différend entre les actionnaires catégorie A, les Billes et les concessionnaires. Selon lui, le pouvoir d'interdiction prévu à l'article 265 constitue une mesure trop radicale, qui empêcherait les concessionnaires de mener à bonne fin une O.P.A. légale. Une telle mesure placerait les concessionnaires dans une position financière extrêmement difficile pour avoir lancé une O.P.A. conforme à la Loi.

M. O'Connor a également insisté sur le besoin de certitude dans l'interprétation des documents qui constituent la base des décisions des épargnants. Il a fait mention des nouvelles formes d'investissement qui sont constamment créées dans les marchés d'aujourd'hui. La Commission va-t-elle se trouver forcée de réviser les marchés chaque fois qu'un actionnaire se présente devant elle et dit, en réalité, "dites-moi ce que signifient ces documents et interprétez-les de la façon la plus équitable pour moi"? La Commission ne devrait pas s'engager dans cette voie en intervenant dans cette opération, conforme à la formulation claire des statuts concernant les actions catégorie A et conforme en tout point à la Loi, au Règlement et aux Instructions générales.

M. O'Connor a insisté sur l'absence de toute preuve de coopération, de concertation ou de complaisance de la part des concessionnaires par rapport à un plan des Billes en vue de vendre leurs actions. Selon les témoignages non contredits, le premier souci des concessionnaires était d'assurer la stabilité en ce qui concerne la propriété de Canadian Tire dans l'avenir. Aucun autre groupe ne se préoccupait autant que les concessionnaires de la stabilité et de la prospérité de Canadian Tire dans l'avenir. Aussi ils ont décidé que le mieux pour eux était d'acheter le bloc de contrôle des Billes. La voie pour atteindre ce but était une O.P.A. conforme à la Loi. Interdire maintenant la poursuite de cette offre serait inéquitable à l'égard des concessionnaires et leur causerait un préjudice financier important.

La volonté de vendre des Billes et le prix demandé pour leurs actions, prix initialement fixé dans la formule contenue dans l'avis donné à Martha en vertu de la convention Aldamar, ce sont des questions, a plaidé M. O'Connor, qui ont été décidées indépendamment des concessionnaires. Ceux-ci ne sont entrés en scène que fin octobre 1986. Toutes les négociations entre les Billes et les concessionnaires étaient des négociations entre des parties indépendantes. Les concessionnaires

eux-mêmes, ainsi que le confirme le témoignage de R.B. Matthews, avaient trouvé au moins deux méthodes pour faire une offre en vue de prendre le contrôle sans faire jouer la clause de protection, l'une de ces méthodes étant l'offre au prorata sur 49 % des actions qui avait été trouvée indépendamment par les conseillerg des Billes.

M. O'Connor a fait valoir que le prix proposé dans l'offre est un prix fixe, qui ne dépend aucunement de la formule. Il importe de rappeler qu'au départ les concessionnaires avaient conclu un contrat avec les frères Billes, qu'à l'égard de Martha, il fallait suivre les dispositions de la convention Aldamar et que les frères Billes avaient donné à Martha l'avis prévu à la convention Aldamar, avis qui comprenait le prix établi au moyen de la formule. Par conséquent, les concessionnaires se voyaient imposer, en fait, un prix minimum dans la mesure où le marché initial était conclu avec les frères Billes. Du point de vue des concessionnaires, a-t-on plaidé, il n'y a pas le moindre élément artificiel dans le prix. Ils offrent de payer 160,24 $ par action ordinaire et si l'offre peut suivre son cours, c'est le prix qu'ils vont payer pour les actions ordinaires déposées en réponse à l'offre et dont ils vont prendre livraison, à concurrence de 49 % des actions en circulation. C'est l'offre et ce sera la réalité des faits et la réalité économique si l'offre peut suivre son cours.

M. Dey, plaidant aussi pour les concessionnaires, a fait valoir la grande diversité des clauses de protection reliées aux actions sans droit de vote en circulation. Chaque clause de protection est conçue en fonction des circonstances particulières de chaque société. En l'espèce, les actions catégorie A bénéficient d'une certaine protection, conçue en fonction de la situation particulière que représente le bloc de contrôle de 60 % des Billes. Aussi, la clause dont il s'agit parle d'"une majorité" des actions en circulation qui sont déposées en réponse à l'offre et dont il est pris livraison. La clause de protection ne prétend pas offrir une protection tous azimuts en cas d'offre publique et il ne faut donc pas l'interpréter dans ce sens.

En ce qui concerne le caractère artificiel de l'opération, M. Dey a plaidé que les concessionnaires avaient supposé que la variable dans la formule, à savoir le nombre d'actions déposées, correspondrait à presque toutes les actions ordinaires visées par l'offre. Si les Billes reçoivent la contrepartie qu'ils avaient espéré recevoir pour la vente de tout leur bloc d'actions, c'est qu'"on leur a offert un prix" dont les concessionnaires savaient qu'il serait accepté par les frères Billes dans les circonstances. Ce prix avait été fixé à l'origine en pensant à la convention Aldamar et servit par la suite de base pour le prix proposé dans l'offre. Toutefois, dans l'offre, le prix ne varie pas en fonction du nombre d'actions déposées; il s'agit d'une offre faite à un prix fixe. Les concessionnaires prendront livraison de 49 % des actions ordinaires en circulation, si l'offre connaît une suite positive. Le prix qui sera payé pour chacune de ces actions est de 160,24 $ par action. Les actions

dont il ne sera pas pris livraison et qui ne seront donc pas réglées seront retournées à leurs propriétaires. On ne peut donc aucunement prétendre que les concessionnaires ont en fait acquis 100 % des actions des Billes et, du point de vue des concessionnaires, l'offre ne comporte pas le moindre élément artificiel.

Quant à la question de l'intérêt public, M. Dey a soutenu qu'une intervention de la Commission dans la présente affaire irait à l'encontre des intérêts à long terme du marché. Il a repris l'argument de ses confrères: il importe que les investisseurs dans les marchés financiers puissent se fier aux dispositions statutaires reliées aux actions négociées sur un marché. La Commission ne doit pas être placée dans une position où l'on attend d'elle qu'elle répare les torts dès qu'un groupe d'actionnaires éprouve une déception. On demanderait son intervention dans beaucoup d'autres situations que celles qui mettent en cause la protection en cas d'offre publique.

A propos de l'interdiction, M. Dey a fait valoir que le pouvoir de prononcer une interdiction d'opérations constitue un pouvoir extraordinaire, qui ne doit être exercé que dans les cas les plus appropriés, lorsqu'une telle intervention est exigée par les besoins des marchés financiers. Or il ne s'agit pas d'un tel cas, puisque personne n'a prétendu que les porteurs d'actions catégorie A seraient empêchés de rechercher une sanction appropriée devant les tribunaux. Que la Commission prononce une interdiction d'opérations, cela revient, en fait, à modifier la Loi pour exiger une offre ultérieure sur les actions sans droit de vote.

Selon M. Dey, le vrai problème dans la présente affaire, c'est que 4 % du capital contrôle la Société et il convient que, dans cette mesure, la répartition du capital entre les actions comportant droit de vote et les actions sans droit de vote est inhabituelle. C'est cette structure du capital inhabituelle qui amplifie le problème et qui "fait apparaître inéquitable une offre au prorata, tout à fait normale, sur 49 % des actions ordinaires" (traduction). Les concessionnaires ne sont pas responsables de la restructuration du capital de Canadian Tire ni de la distorsion dans la répartition du capital et leur offre légale ne devrait pas être bloquée à cause de cette structure du capital.

V. Motifs de la décision

Le 14 janvier 1987, la Commission a annoncé qu'elle avait décidé, après avoir considéré la preuve et l'argumentation, de prononcer, en vertu de l'article 265 de la Loi, une interdiction d'opérations reliées à l'offre publique et une interdiction d'opérations sur les actions ordinaires de Canadian Tire détenues par les Billes en ce qui concerne le dépôt de ces actions en réponse à l'offre.

A. Le fondement de l'interdiction prononcée en vertu de l'article 265

Les avocats des Billes et des concessionnaires ont soutenu que le pouvoir de prononcer une interdiction en vertu de l'article 265 de la Loi ne devait pas être exercé, à moins qu'on n'ait rapporté la preuve d'une contravention à la Loi, au Règlement ou aux Instructions générales. Nous ne sommes pas de cet avis. Rien dans la formulation de l'article 265 n'indique une telle restriction. De surcroît, la jurisprudence administrative, en particulier la décision rendue dans l'affaire Cablecasting, indique que la Commission pourrait exercer ce pouvoir dans le cas de situations qui sont incompatibles avec la protection des épargnants ou d'opérations qui constituent un abus flagrant à l'égard du marché.

L'argument des avocats selon lequel il faudrait rapporter la preuve d'une contravention à la Loi, au Règlement ou aux Instructions générales a d'ailleurs été soulevé dans l'affaire Cablecasting. Dans cette affaire, l'Ontario Securities Commission a rappelé qu'en vertu de l'article 123 de la loi ontarienne (qui prévoit le pouvoir d'interdiction qu'on trouve à l'article 265 de notre Loi) et en vertu de plusieurs autres articles de cette loi, elle possède une discrétion qu'elle doit exercer dans l'intérêt public (ainsi que l'énonce expressément l'article 316 de notre Loi). Le plus souvent, la Commission cherche à publier des Instructions générales qui indiquent les circonstances dans lesquelles cette discrétion sera exercée. Toutefois ces Instructions générales ne peuvent pas couvrir toutes les situations qui peuvent se présenter dans un marché dynamique. En rejetant l'argument selon lequel il fallait rapporter la preuve d'une contravention à une instruction générale, la Commission ontarienne faisait les observations suivantes:

> "La conclusion fatale, que l'individu doté d'une imagination assez fertile pour inventer une combinaison immorale qui élude les termes de toutes les déclarations publiées pourrait impunément mettre à exécution cette combinaison, démontre les difficultés de la position." (traduction)

Nous adoptons en l'espèce la position établie dans l'affaire Cablecasting. Le législateur a délibérément donné à la Commission un pouvoir étendu et sans entrave d'intervenir rapidement dans les marchés financiers pour arrêter une opération qu'elle juge contraire à l'intérêt public. La portée du pouvoir conféré à la Commission par l'article 265 n'est pas circonscrite ou délimitée par des exemples particuliers ou par des critères particuliers, comme c'est le cas pour d'autres articles. Plutôt, le législateur a conféré à la Commission le pouvoir d'intervenir dans les cas où il a été établi que cette intervention était nécessaire

pour accomplir sa mission de réglementer les marchés financiers dans l'intérêt public.

Les critères en fonction desquels le pouvoir de prononcer une interdiction doit être exercé sont l'intérêt public, mentionné à l'article 316 de la Loi, et la mission de la Commission, telle qu'elle est définie à l'article 276 de la Loi; en particulier, l'un des éléments de cette mission est "d'assurer la protection des épargnants contre les pratiques déloyales, abusives et frauduleuses".

Accepter la prétention qu'il faut prouver une contravention spécifique à la Loi, au Règlement ou aux Instructions générales pour être en mesure d'invoquer l'article 265, non seulement cela irait à l'encontre de la formulation claire de ce texte, mais encore ce serait pour la Commission négliger d'accomplir la mission que lui a confiée le législateur. On trouve peu de secteurs dans la vie de notre société qui soient aussi dynamiques et innovateurs que les marchés financiers. Le plus souvent, ce dynamisme et cette innovation profitent à l'économie dans son ensemble et aux épargnants en particulier. Cependant, ce dynamisme et cette innovation peuvent conduire, et conduisent en fait, à des abus. Un organisme de réglementation chargé de la surveillance des marchés financiers doit avoir la capacité d'intervenir rapidement pour arrêter des opérations qu'il juge préjudiciables aux marchés financiers. Abstraction faite de son rythme de production, il est impossible que la Commission établisse des instructions générales qui couvrent, et a fortiori qui suivent, les types d'opérations qui sont conçus dans le marché. C'est dans ce sens que nous adoptons le passage cité plus haut de la décision rendue dans l'affaire Cablecasting.

Nous adoptons également le passage de cette décision disant que c'est un domaine dans lequel il faut "avancer avec précaution" (traduction). Dans la grande majorité des cas, le pouvoir d'interdire les opérations sera mis en jeu lorsqu'il y a en fait contravention prouvée à la Loi, au Règlement ou aux Instructions générales.

S'il se présente une situation qui, de l'avis de la Commission, devrait être réglementée, la façon appropriée de procéder est de publier un projet d'instruction générale en vue de recueillir des observations. De cette façon, les préoccupations de la Commission sont rendues publiques et le projet est soumis à la critique des intéressés. Lorsque la version définitive est publiée, elle devrait réfléter les meilleures idées de tous les participants aux marchés financiers, y compris la Commission.

Toutefois, il se présente des situations qui appellent une intervention pour empêcher une opération abusive qui aura un effet préjudiciable sur une catégorie d'épargnants en particulier ou sur les marchés de capitaux en général. En pareil cas, la Commission manquerait à la mission que le

législateur lui a confiée d'assurer la protection des épargnants contre les pratiques abusives si elle n'utilisait pas le pouvoir de prononcer une interdiction prévu à l'article 265. Mieux, la décision rendue dans l'affaire Cablecasting reconnaît qu'une nouvelle instruction générale pourrait être créée et appliquée en plein milieu d'une demande contestée, encore que cela ne devrait se faire qu'en présence de faits qui exigent redressement. Voici ce que dit cette décision:

> "Créer une nouvelle instruction générale pour l'appliquer en plein milieu d'une demande contestée sans être soumis à ces contraintes [publier un projet en vue de recueillir des commentaires], ce serait un acte audacieux. Il est clair, à notre avis, que la Commission a le pouvoir de le faire; il est également clair qu'elle devrait s'abstenir d'exercer ce pouvoir, sauf devant des faits qui exigent redressement." (traduction)

Il est également clair, à notre avis, que la Commission devrait intervenir pour interdire une opération qui constitue un abus évident des épargnants et des marchés financiers, peu importe que l'opération constitue ou non une contravention à la Loi, au Règlement ou aux Instructions générales. Il se peut que de telles occasions soient rares, mais le pouvoir est prévu à l'article 265 de la Loi et il doit être utilisé dans les circonstances appropriées. La Commission a une nette conscience des précautions à prendre lorsqu'il n'y a pas eu preuve d'une contravention à la Loi, au Règlement ou aux Instructions générales. Depuis l'entrée en vigueur de la Loi en 1983, c'est la première fois qu'elle intervient dans de telles conditions. Quant à la Commission ontarienne, c'est seulement la deuxième affaire, depuis 1978, où elle est saisie, dans le cadre de l'article 123, de ce problème particulier. L'autre affaire était Re Lindzon, [1982] 42 OSCB 43 (c). Dans cette décision, la Commission ontarienne fit les observations suivantes concernant sa décision antérieure dans l'affaire Cablecasting:

> "Dans l'affaire Cablecasting, la Commission s'est demandé si les opérations projetées "portaient atteinte à la crédibilité des marchés financiers ou étaient autrement incompatibles avec la protection des épargnants." La Commission a repris ce thème à propos d'autres questions et, dans les opérations où il y a divergence d'intérêts entre les initiés et les autres actionnaires, la Commission s'est préoccupée du traitement équitable de ces deux catégories d'actionnaires." (traduction)

La décision rendue par la Commission ontarienne dans l'affaire Federal Commerce and Navigation Ltd., [1981] 1 OSCB 20 (c) va dans le même sens. Cette affaire portait sur des O.P.A. concurrentes faites sur la bourse de Toronto et ne soulevait pas la question de l'interdiction d'opérations. La question était de savoir si l'une des offres pouvait avoir une durée de six jours francs, plutôt qu'une durée de onze jours

francs comme c'était le cas pour l'offre concurrente. Le Toronto Stock Exchange avait décidé que l'offre ne devait avoir qu'une durée de six jours. Dans la décision de la Commission qui réforme celle de la bourse, on trouve les observations suivantes:

> "En conclusion, la décision de la Commission se fonde sur une interprétation des dispositions du règlement de la bourse qui a été guidée par sa compréhension de la philosophie et de l'intention qui sous-tendent les règles établies par ces dispositions. En réaffirmant les idées fondamentales ou les principes généraux exposés dans le Kimber Report, la Commission veut attirer l'attention du public sur ceci: bien que l'interprétation technique soit nécessaire, la Commission s'attend que les participants aux marchés financiers de la province seront guidés par la philosophie fondamentale d'où procèdent les lois sur les valeurs mobilières de la province. Le vernis raffiné de la technicité ne doit pas servir à obscurcir la véritable intention et la portée des principes fondamentaux qui animent les lois sur les valeurs mobilières de la province. Les interprétations techniques qui vont à l'encontre de ces principes fondamentaux ne seront pas acceptées par la Commission." (traduction)

Ce passage est important en ce qu'il expose l'attitude fondamentale qu'adoptera la Commission à l'égard d'une opération dans un cas approprié, particulièrement en matière d'offres publiques. Cela ne signifie pas qu'on ne peut se fier aux termes de la Loi, des Instructions générales ou des règlements des organismes d'autoréglementation tels qu'ils sont écrits. Mais cela signifie que les opérations qui sont manifestement conçues de façon à éluder les principes qui animent ces textes seront examinées attentivement par la Commission et que celle-ci n'hésitera pas à intervenir dans les cas appropriés.

B. La preuve

Une récapitulation des faits établis dans la présente affaire démontre pourquoi l'intérêt public exigeait que soient interdits l'offre et le dépôt par les Billes de leurs actions ordinaires en réponse à celle-ci. Les Billes acquirent le contrôle en achetant les actions de la succession de J.W. Billes en 1983, pour quelque 73 millions $. Pour payer ces actions, ils proposèrent une restructuration de capital qui supposait la division en cinq des actions catégorie A et la division des actions ordinaires en quatre actions catégorie A et une action ordinaire. Les Billes vendraient ensuite au public la majorité des actions catégorie A provenant de la division afin de régler en partie l'achat des actions ordinaires de la succession.

Les dirigeants de Canadian Tire virent venir la restructuration destinée à fournir les fonds pour financer l'acquisition du contrôle. Aussi, ils se préoccupèrent de faire respecter trois objectifs: premièrement, un rapport raisonnable pour la division des actions; deuxièmement, un conseil d'administration indépendant; troisièmement, une protection en cas d'offre publique pour les porteurs d'actions catégorie A. Les Billes donnèrent leur accord à ces trois objectifs et la restructuration fut menée à bien. En ce qui concerne la protection en cas d'offre publique pour les porteurs d'actions catégorie A, l'agent financier de Canadian Tire, Burns, les avisa que cette protection avait aussi son importance pour la vente des actions catégorie A sur le marché.

Quant à la forme de cette protection, les Billes avaient la préoccupation de ne pas perdre, par l'effet de quelque circonstance accidentelle, la position de contrôle qu'ils avaient si longuement désirée et qu'ils avaient obtenue avec tant de difficultés. Aussi, on adopta ce qui était considéré comme une clause rédigée simplement, sans grande complication; elle exigeait le dépôt en réponse à l'offre et la prise de livraison de la majorité des actions pour que la protection joue en faveur des actions catégorie A. Cela convenait à toutes les parties intéressées, les Billes, la haute direction de Canadian Tire, l'avocat de Canadian Tire, l'avocat des Billes et leurs agents financiers, pour la simple raison que les Billes détenaient le bloc de contrôle de 60 % et n'avaient pas l'intention de vendre. S'ils vendaient, la clause de protection jouerait, parce qu'une majorité des actions seraient déposées en réponse à toute offre. La clause de protection jouerait également si les Billes décidaient de vendre par voie de convention distincte avec une prime supérieure à 15 %, puisque, selon la loi ontarienne, une telle convention devrait être suivie d'une offre ultérieure. Au Québec, l'Instruction générale n° Q - 2 aurait permis de procéder en deux temps, d'abord des conventions distinctes, puis une offre ultérieure.

Selon le témoignage de toutes les parties, il est clair qu'on ne voyait pas de différence entre le contrôle des Billes et la "majorité". Selon la compréhension de la chose qu'avaient les parties les plus étroitement mêlées à l'affaire, la protection accordée aux porteurs d'actions catégorie A était exactement la protection requise dans les circonstances; les Billes avaient le contrôle et s'ils s'en départissaient, une majorité des actions changerait de mains, ce qui ferait jouer la clause de protection. Il est bien établi qu'Alfred, le porte-parole des Billes, comprenait qu'il en était ainsi. Plus encore, c'était le facteur crucial qu'il cherchait à assurer: que la clause ne joue pas à moins qu'ils ne décident de vendre. A la question lui demandant quelles circonstances, selon lui, allaient faire jouer la clause de protection, Alfred donne la réponse suivante:

> "Il fallait que plus de 50 % des actions soient vendues et qu'on en prenne livraison, ça ne pouvait donc arriver par accident, puisque nous détenons plus de 51 % des actions.

> Donc, pour que cette clause joue, il fallait que ce soit nous qui vendions ces actions." (traduction)

A la suite de la restructuration de capital, les Billes vendirent au public 5 millions d'actions catégorie A pour une contrepartie globale d'environ 58 millions $. En un mot, les Billes avaient acquis le contrôle de Canadian Tire et le public avait dans une large mesure financé l'affaire en achetant des actions catégorie A. Au même moment, Canadian Tire faisait un placement privé d'environ 4,5 millions d'actions catégorie A auprès d'investisseurs institutionnels pour recueillir environ 50 millions $. Les investisseurs institutionnels agissaient surtout pour le compte de caisses de retraite.

Fin 1985, par suite des dissensions au sein de la famille, Fred se rendit compte qu'ils ne pouvaient plus agir comme groupe de contrôle. Vers la fin du printemps 1986, Carling entama des pourparlers en vue d'acheter le bloc de contrôle des Billes et Fred commença à envisager sérieusement de vendre. Il discuta de la chose avec son avocat, R.B. Matthews, et un associé de celui-ci conçut un montage qui permettrait aux Billes d'obtenir le prix maximum pour leurs actions sans faire jouer la clause de protection; il s'agissait pour eux d'en vendre seulement 49 %, mais avec une prime très élevée.

R.B. Matthews a déclaré avoir été "surpris" lorsque cette méthode lui fut proposée et ne jamais l'avoir envisagée auparavant. Sur ce point, son témoignage concorde avec ceux de Muncaster, Barron, Law et Wilmot Matthews, c'est-à-dire de tous les principaux acteurs dans la restructuration de capital de 1983. Aucun d'eux n'a imaginé ce type d'opération au moment de la rédaction et de l'introduction de la clause de protection. Aucun d'eux n'a pensé que les Billes pourraient vendre leur position de contrôle et réaliser le prix qu'ils en voulaient, sans faire jouer la clause de protection.

Sur les conseils de Matthews, les Billes consultèrent un courtier, Merrill Lynch, pour discuter de la valeur de leurs actions et d'acheteurs éventuels. Dès la première rencontre d'Alfred avec Merrill Lynch, ainsi qu'il ressort des notes de Biggar, il n'est question que de maximiser la valeur pour les Billes et le scénario de l'offre avec prime sur 49 % des actions fut l'un des scénarios discutés du début à la fin.

A propos de la prise en compte des porteurs d'actions catégorie A et des considérations d'équité à l'égard de la cession du contrôle faite de manière à obtenir la contrepartie voulue sans faire jouer la clause de protection, la seule question soulevée était qu'une telle opération serait sujette à controverse. La position des porteurs d'actions

catégorie A était prise en compte par des expressions comme "écrémer la valeur de la catégorie A" et d'autres du même genre. D'après la preuve documentaire et les témoignages présentés à l'audience, aucun des Billes n'a manifesté à un moment quelconque une préoccupation pour la position des porteurs d'actions subalternes ou pour l'équité du type d'opération qui était proposée. Le seul souci de tous les intéressés, les Billes comme leurs conseillers, était de monter une opération qui rapporterait le plus aux Billes sans faire jouer la clause de protection.

La formule conçue par Biggar pour l'avis à donner à Martha conformément à la convention Aldamar était faite de façon que les frères Billes réaliseraient le prix de 100 $ par action qu'ils voulaient obtenir pour toutes leurs actions. On avait prévu qu'il pourrait rester un certain nombre d'actions à vendre sur le marché et une évaluation prudente, établie en vue de déterminer la contrepartie globale que les frères Billes recevraient, fixa à 12 $ le prix de ces actions, ce qui représentait un prix inférieur au cours des actions catégorie A à l'époque. Le prix de 100 $ par action fut arrêté par Alfred une fois que Biggar lui eût indiqué que la gamme de valeur des actions ordinaires allait de 67 $ à 91 $ par action.

La contrepartie de 100 $ par action, qu'ils voulaient obtenir pour la totalité de leur bloc, est reprise dans le contrat de blocage avec les concessionnaires. Comme nous l'avons noté plus haut dans le rappel des faits, la formule employée dans le contrat de blocage est la même que celle qui se trouve dans l'avis donné à Martha par ses frères conformément à la convention Aldamar. L'offre même comporte un prix fixe pour 49 % des actions ordinaires en circulation, mais l'effet économique reste le même pour les Billes. Les actions déposées en réponse à l'offre, avec une prime extrêmement élevée, et les actions restantes vendues au prix estimatif de 12 $ leur procureraient 210 millions $ pour 2 100 000 actions, soit 100 $ par action.

On n'a pas prétendu que les Billes avaient l'intention de rester actionnaires de Canadian Tire ou qu'ils avaient l'intention de faire autre chose que vendre les actions restantes sur le marché au prix prévu de 12 $. Les Billes voulaient vendre la totalité de leur bloc, mais ils ne pouvaient vendre toutes leurs actions sans faire jouer la clause de protection. D'où, le montage de l'offre sur 49 % des actions avec une prime extrêmement élevée et la vente des actions restantes sur le marché à 12 $. Voilà la substance de l'opération et elle a été montée, de l'aveu de tous, pour faire en sorte que, du point de vue économique, sinon du point de vue juridique, les Billes reçoivent 100 $ par action pour la totalité de leurs actions. Contre-interrogé par M. Geller, R.B. Matthews l'a admis:

> "Matthews: M. Geller, si la question est si les Billes vendaient 100 % de leurs actions en réponse à une offre

générale et qu'ils aient à ce moment-là 60 % des actions ordinaires en circulation, de sorte qu'il y aurait dépôt en réponse à l'offre et prise de livraison de ces 60 %, je dirais oui, il est clair que la clause de protection avait été conçue pour couvrir cela.

Geller: L'effet économique de l'opération que vous faites maintenant n'est-il pas exactement identique, non pas les mots, mais l'effet économique?

Matthews: Si la question est, les Billes reçoivent-ils autant d'argent qu'ils en recevraient de l'autre façon, je suppose que vous pouvez le soutenir." (traduction)

Au cours de son contre-interrogatoire par M. Kazanjian, Biggar, l'auteur de la formule, fut questionné au sujet de la note rédigée par Sorell et il indiqua qu'elle avait été discutée lors d'une réunion avec Sorell et R.B. Matthews le 24 octobre 1986. Quand on lui demanda s'il comprenait à l'époque que l'objectif des Billes était de vendre toutes leurs actions ordinaires au prix maximum qu'ils pouvaient obtenir, Biggar répondit "oui". A la suite d'autres questions de M. Kazanjian, il y eut une mention du paragraphe 2.4 de la note de Sorell, qui se lit:

"L'offre sur les actions ordinaires porterait donc sur 49 % des actions, mais à un prix qui donnerait, pour les actions ordinaires, le même produit brut que dans une offre sur la totalité des actions." (traduction)

On demanda alors à Biggar si ce n'était pas là le fin mot de la formule. Son témoignage est consigné au volume 5, p. 1386-1387; il répond que c'est le cas, compte tenu du fait que les actions dont il n'est pas pris livraison seraient vendues au prix prévu de 12 $.

Les avocats des Billes ont plaidé qu'il n'y avait rien d'artificiel à faire une offre à 160,24 $ pour 49 % des actions ordinaires. Ils ont soutenu que l'offre est faite à un prix fixe sur un nombre maximum d'actions, que le prix ne dépend aucunement d'une formule. Les actions qui seront déposées et dont il sera pris livraison ont une valeur réelle de 160,24 $ et les actions ordinaires restantes ont une valeur prévue de 12 $, selon l'avis des conseillers financiers des Billes. Dans les deux cas, il s'agit d'une valeur économique réelle et l'opération ne comporte rien d'artificiel.

La prétention des avocats, si on la considère en faisant abstraction du contexte, est parfaitement fondée. Mais quand on tient compte du contexte résultant de la preuve: l'objectif que les Billes voulaient atteindre, la façon dont la formule fut élaborée, la reprise dans les contrats de blocage des Billes de la formule provenant de l'avis donné conformément à la convention Aldamar, puis le passage au prix fixe proposé dans l'offre qui permettrait d'atteindre le même objectif économique, leur argument prend une toute autre signification. Biggar avait établi une valeur comprise entre 67 $ et 91 $ par action ordinaire. Le cours des actions ordinaires se tenait aux alentours de 25 $ au milieu de l'été de 1986, même après que commencent à courir des rumeurs que les Billes cherchaient à vendre leur bloc de contrôle. Une fois qu'ils ont annoncé leur intention de vendre, le cours des actions ordinaires est monté au-dessus de 40 $ et, après l'annonce de l'offre, a grimpé à 71 $. A côté de cela, l'offre propose un prix de 160,24 $ par action. De plus, et cela revêt une importance plus grande, on paie quelque 200 millions $ pour 49 % des actions ordinaires des Billes, tandis que les 51 % restants ont une valeur prévue de 10 millions $ sur le marché.

Ce qui est vendu et ce qui est acheté par la voie de l'offre, c'est la position de contrôle dans Canadian Tire. Cela étant, ceux qui avaient le contrôle, les Billes, devaient recevoir ce que valait, d'après eux, leur contrôle. Les concessionnaires et les Billes avaient un intérêt commun à ne pas faire jouer la clause de protection de manière à maximiser la prime de contrôle pour les Billes et à minimiser la somme que les concessionnaires devraient payer pour le contrôle. Ainsi, on arrive à l'idée d'une prime extrêmement élevée pour 49 % des actions ordinaires en circulation.

La preuve établit de façon irréfutable, et c'est clairement la réalité, que l'opération a été montée de manière à permettre aux Billes de réaliser leur volonté de vendre la totalité de leur bloc de contrôle sans faire jouer la clause de protection. L'offre est ainsi montée pour arriver à cette fin et, dans ce sens, peut vraiment être qualifiée d'artificielle, en ce qu'elle emprunte la forme d'une offre sur 49 % seulement des actions à un prix fixe. Simplement, ce n'est pas la réalité des choses, et les Billes l'ont reconnu, les concessionnaires l'ont reconnu, leurs conseillers professionnels l'ont reconnu, leurs agents financiers l'ont reconnu. En outre, et cela importe peut-être plus, le marché s'en est rendu compte, d'où l'intervention des porteurs d'actions catégorie A dans la présente affaire.

C. L'intérêt public

Dans ces circonstances, nous n'avons aucune hésitation à dire que cette opération est contraire à l'intérêt public en fonction duquel la Commission doit exercer sa discrétion aux termes de l'article 316 de la Loi. Quand on vend sur le marché quelque 100 millions $ d'actions

catégorie A, sans droit de vote, par suite d'une restructuration de capital qui prévoit une protection en cas d'offre publique en faveur de ces actions et quand les actionnaires qui détiennent le contrôle mettent au point, quelque trois ans plus tard, de concert avec ceux qui veulent acquérir le contrôle, un montage pour éviter de faire jouer la clause de protection tout en obtenant le plein prix de leurs actions, une intervention de l'organisme de réglementation s'impose pour bloquer une opération abusive. Une opération du genre de celle-ci ne manquera pas d'avoir un effet sur la confiance du public dans l'intégrité de nos marchés financiers et sur la confiance du public à l'égard de ceux qui détiennent le contrôle de nos plus grandes sociétés. Si des opérations abusives du genre de celle qui est en cause sont tolérées, et c'est l'opération la plus gravement abusive dont la Commission a eu à connaître au cours des dernières années, la confiance dans nos marchés financiers s'en ressentira inévitablement et les épargnants seront moins enclins à investir dans les marchés de valeurs. Cela ne peut qu'avoir un effet néfaste sur les marchés financiers et, dans cette mesure, il est dans l'intérêt public qu'une interdiction d'opérations soit prononcée afin d'empêcher l'offre, ainsi que le dépôt par les Billes de leurs actions en réponse à l'offre.

En l'espèce, l'intervention de la Commission trouve sa justification non seulement dans le souci d'assurer la protection d'épargnants contre une opération abusive, mais aussi dans celui d'assurer "le bon fonctionnement du marché" (art. 276, par. 1° de la Loi), en évitant qu'une telle opération abusive ne porte atteinte à la confiance des épargnants dans l'intégrité du marché des valeurs.

D. L'incertitude sur la portée des documents

Les avocats des Billes et des concessionnaires ont soulevé la question de l'incertitude qui serait provoquée sur les marchés financiers si une interdiction d'opérations était prononcée dans la présente affaire. On plaidait que les acteurs des marchés financiers doivent pouvoir se fier aux termes clairs des documents, en l'espèce, aux dispositions statutaires relatives à une catégorie d'actions. La clause de protection dont il s'agit parle de la prise de livraison d'une majorité des actions ordinaires, ce qui ne s'est pas produit. L'opération est légale, ne contrevient à aucune disposition de la Loi, et est conçue en fonction de la formulation claire des dispositions statutaires. Quelles indications la Commission communiquerait-elle aux marchés financiers si elle devait intervenir dans la présente affaire? Comment les acteurs sauraient-ils à quel moment leurs opérations, à première vue conformes aux dispositions statutaires, seraient remises en question par la Commission? Les marchés financiers ne peuvent fonctionner dans une telle atmosphère et, pour cette seule raison, la Commission devrait se garder d'intervenir. Si elle souhaite communiquer des indications au marché à propos des actions sans droit de vote ou à propos des clauses de protection et de leur mise en oeuvre, elle devrait le faire par le moyen éprouvé d'un projet

d'instruction générale ou d'une instruction générale provisoire qui entre en vigueur immédiatement, si elle juge nécessaire d'agir immédiatement.

Les avocats ont beaucoup insisté sur le témoignage de Biggar, selon qui une intervention dans cette affaire "causerait des bouleversements dans les marchés financiers", en remettant en question la formulation claire des documents.

L'argument a certes du poids. Les participants des marchés financiers doivent pouvoir se fier aux termes des documents qui forment le fondement des opérations quotidiennes. Cela causerait des bouleversements dans les marchés financiers si la Commission s'arrogeait le pouvoir d'intervenir dans une gamme étendue d'opérations sur le fondement de sa conception de l'équité, par le biais des interdictions prévues à l'article 265 de la Loi. Toutefois, ce n'est pas ce que nous prétendons faire en l'espèce et ce n'est pas le fondement sur lequel la Commission exercera le pouvoir prévu à l'article 265 de la Loi. Cet article ne confère pas à la Commission le pouvoir de s'ingérer dans les opérations sous le prétexte d'assurer l'équité.

La formulation retenue dans l'affaire Cablecasting était prudente et nous adoptons ici la même prudence. Pour invoquer le critère de l'intérêt public à propos d'une interdiction en vertu de l'article 265, surtout en l'absence de preuve d'une contravention à la Loi, au Règlement ou aux Instructions générales, il faut établir clairement que la conduite ou l'opération constitue un abus à l'égard des actionnaires en particulier et des marchés financiers en général. La preuve d'un abus, c'est autre chose, et quelque chose de plus exigeant, qu'une plainte au sujet d'une inéquité. La plainte au sujet d'une inéquité peut bien se rencontrer dans une opération qui est dite abusive, mais ce sont néanmoins des critères différents. En outre, l'abus doit être tel qu'on puisse convaincre la Commission que l'intérêt public est en jeu. Cela signifiera presque toujours qu'il faut démontrer un impact plus étendu sur les marchés financiers et sur leur fonctionnement.

Les faits de la cause font voir la frontière au-delà de laquelle une opération met en jeu l'intérêt public. Canadian Tire est l'une des sociétés canadiennes les mieux connues et elle est un chef de file dans son secteur. Il y a environ 84 millions d'actions catégorie A en circulation et elles sont largement diffusées chez les gros investisseurs institutionnels et chez les petits épargnants. La distorsion importante dans la répartition du capital, 4 % pour les actions ordinaires 96 % pour ceux qui n'avaient pas voix au chapitre, était bien connue. Aussi, la protection en cas d'offre publique accordée aux porteurs d'actions catégorie A lors de la restructuration du capital de 1983 était bien connue et elle a constitué un facteur important pour faciliter la vente de ces actions. Une opération qui vise si manifestement à contourner les droits octroyés aux porteurs d'actions catégorie A constitue, dans les

circonstances et pour les raisons exposées, un tel abus à l'égard des porteurs d'actions catégorie A en particulier et des marchés financiers en général, que l'on invoque à bon droit l'intérêt public pour justifier une interdiction prononcée en vertu de l'article 265 de la Loi.

E. La juridiction appropriée

Les avocats des Billes et des concessionnaires ont aussi plaidé que la Commission n'était pas la juridiction appropriée pour cette affaire. Il s'agirait d'une affaire privée entre les porteurs d'actions catégorie A et les actionnaires qui détiennent le contrôle. Aussi, les porteurs d'actions catégorie A devraient porter leur grief devant les tribunaux, où il est plus facile de résoudre les questions au moyen de la procédure du procès. Les manquements aux devoirs imposés aux administrateurs et aux actionnaires majoritaires sont des questions qu'il convient de laisser aux tribunaux, soit dans un recours en oppression soit dans une action dérivée.

La prétention que la question constitue une affaire privée entre deux catégories d'actionnaires est loin de la vérité. La vente du contrôle dans les conditions déjà exposées, alors que les droits des porteurs de quelque 84 millions d'actions catégorie A sont en jeu, n'est pas une affaire privée, bien que les droits individuels de chaque porteur soient en cause. Il s'agit de façon évidente d'une affaire publique concernant une société importante et d'une affaire qui a un impact sur le marché. Selon le sens que les avocats donnaient à ce terme, toute offre publique serait, d'après leur analyse, une affaire privée entre actionnaires. Pourtant il est bien connu que les offres publiques, les règles qui s'y appliquent et la façon dont elles sont conduites constituent une affaire publique en raison de leur impact sur le marché et sur l'intégrité qui lui est reconnue. Aussi, la Commission a toujours joué un rôle important dans la surveillance de ces opérations.

En outre, l'argument voulant que cette affaire soit plutôt du ressort des tribunaux repose sur une conception erronée du rôle respectif des tribunaux et de la Commission dans la surveillance de la gestion et des actions des sociétés et dans la protection des intérêts des actionnaires. La Commission a le pouvoir de réglementer les marchés financiers dans l'intérêt public et a reçu à cette fin des pouvoirs étendus. Son pouvoir d'intervention comprend celui de prononcer une interdiction d'opérations et de le faire, du moins au départ, sans audition préalable lorsqu'elle juge qu'un motif impérieux le requiert. Dans l'exercice de son pouvoir de réglementation, la Commission touche nécessairement aux droits et obligations des sociétés, des administrateurs et des actionnaires. Mais elle le fait en fonction de la réglementation des marchés et de leur fonctionnement juste et efficace. La mise en place d'une réglementation détaillée des offres publiques, soutenue par le pouvoir de prononcer une interdiction d'opérations si le déroulement d'une offre publique rend

cette intervention nécessaire, constitue peut-être l'exemple le mieux connu de ce pouvoir de réglementation.

Quant aux tribunaux, ils décident des droits respectifs des actionnaires et de leurs sociétés. A cet égard, le processus judiciaire présente l'avantage d'une définition plus serrée des questions, rendue possible par la procédure. En outre, les tribunaux sont en mesure d'imposer des redressements appropriés aux cas individuels. Cependant, les tribunaux ne disposent pas de moyens permettant une intervention rapide en vue de réglementer les marchés, par le biais de la réglementation de la conduite des actionnaires et des sociétés. Certes, on peut toujours utiliser l'injonction dans les cas qui s'y prêtent, mais l'injonction n'est pas un recours conçu pour servir de moyen de réglementation.

La démarcation entre les deux types d'affaires, selon qu'elles se prêtent à une intervention de la Commission ou des tribunaux, n'est sans doute pas aussi marquée que le laissent supposer les observations qui précèdent. Il y a nécessairement un chevauchement, puisqu'il n'y a pas de démarcation claire entre les affaires de valeurs mobilières et les affaires de droit des sociétés et que la Commission est souvent saisie de questions qui touchent à la conduite de personnes ayant des devoirs à titre d'administrateur ou d'actionnaire majoritaire. Cependant, le rôle de la Commission n'est pas de juger les manquements à ces devoirs, ni de connaître de contraventions à la législation sur les sociétés, en vue d'imposer un redressement en faveur d'une partie privée. Son rôle est plutôt de réglementer la conduite des actionnaires et des sociétés dans la perspective et avec le but de réglementer les marchés financiers. Certes, la démarcation ne sera pas forcément claire dans tous les cas, puisque les interventions dans des affaires qui, d'un point de vue, sont de nature privée pourront, d'un autre point de vue, être considérées comme rattachées au marché. S'il arrivait que la Commission se méprenne sur son rôle dans une affaire particulière, ou excède sa compétence, les tribunaux pourront rectifier les choses et établir une nouvelle répartition par la voie de l'appel ou en exerçant leur pouvoir de surveillance.

F. Le manquement aux devoirs des administrateurs et des majoritaires

Quant aux allégations de manquement à leurs devoirs par les administrateurs et les actionnaires majoritaires, nous convenons que, normalement, c'est une question qu'il appartient aux tribunaux de trancher. Notre décision de prononcer une interdiction ne dépend pas de la constatation d'un manquement à leurs devoirs à titre d'administrateurs et d'actionnaires majoritaires. Toutefois, une allégation de manquement à ces devoirs et une preuve prima facie d'un tel manquement peuvent être importantes pour étayer des faits qui, même sans cela, justifieraient une interdiction en vertu de l'article 265. C'est le cas dans la présente affaire. Les Billes ont des devoirs à deux titres, en tant

qu'administrateurs de Canadian Tire et en tant qu'actionnaires majoritaires.

Si le droit canadien est en évolution en ce qui concerne le devoir que les actionnaires majoritaires ont à l'égard des minoritaires, les tribunaux ont clairement indiqué qu'un devoir d'équité à l'égard de la minorité est imposé aux majoritaires.

En l'espèce, la relation des Billes en tant que majoritaires avec la minorité est claire. Il est également clair que leur conduite, surtout appréciée dans le contexte des événements de 1983, en cherchant maintenant à éviter de faire jouer la protection en faveur des porteurs d'actions catégorie A constitue un manquement à leur devoir d'agir équitablement et honnêtement. Dans cette mesure, leur conduite étaie les faits qui, par eux-mêmes, justifient de prononcer une interdiction en vertu de l'article 265.

G. Les concessionnaires

Quant aux concessionnaires, on a plaidé qu'ils n'ont aucunement agi de concert ou en collusion avec les Billes dans la vente de leurs actions. Ils voulaient acheter les actions des Billes, pour leurs propres raisons économiques, tout à fait correctes. En fait, ce n'était même pas leur but premier à l'époque où ils ont entrepris des pourparlers avec les représentants des Billes, en octobre 1986.

Ils savaient que le bloc de contrôle était à vendre. Ce fait étant posé, ils se préoccupaient d'assurer un avenir stable pour Canadian Tire et voulaient conclure un arrangement avec les Billes qui garantirait cette stabilité; une convention de vote fut proposée. Lorsque les Billes eurent rejeté cette possibilité, les concessionnaires leur firent savoir qu'ils étaient intéressés à acheter leurs actions. Ils avaient des ressources financières limitées et voulaient seulement acheter le nombre d'actions nécessaires pour obtenir le contrôle. Aussi, ils montèrent leur offre de manière à donner aux Billes le prix qu'ils demandaient et à s'assurer une position de contrôle. On a plaidé qu'il s'agissait d'une opération parfaitement légale, sans détour et qu'elle ne devait donc pas être contrecarrée.

S'il est vrai que les concessionnaires se préoccupaient avec raison du contrôle de Canadian Tire à l'avenir et voulaient conclure avec les Billes un arrangement qui assurerait la stabilité recherchée, ils ne peuvent se dissocier des Billes dans l'offre qu'ils faisaient sur les actions ordinaires. Cela faisait bien leur affaire d'acheter seulement 49 % des actions ordinaires avec une prime très élevée, pour éviter de faire jouer la clause de protection. Comme leur avocat l'a reconnu, ils

avaient des fonds limités et voulaient seulement s'assurer une position de contrôle.

Il est établi que les concessionnaires ont pensé à l'offre sur 49 % avec une prime élevée indépendamment des conseillers des Billes. On ne sait trop qui proposa ce type de montage de l'offre lors de la réunion du 5 novembre; de toute façon ce n'est pas un fait pertinent. Les concessionnaires utilisèrent la formule conçue par Biggar en vue de l'avis donné à Martha conformément à la convention Aldamar dans le contrat de blocage avec les frères Billes, puis firent l'offre qui permettait, en fait, aux frères Billes de recevoir le prix total qu'ils voulaient pour leur position de contrôle.

Il est bien établi que les concessionnaires et leurs conseillers avaient conscience des risques de controverse au sujet de l'opération, du fait qu'elle était montée de manière à éviter de faire jouer la clause de protection. Dans ces circonstances, les concessionnaires ne peuvent se dissocier des Billes. Ils forment le groupe qui veut le contrôle, c'est leur offre et elle est montée de manière à répondre à leurs fins tout autant qu'à celles des Billes. C'est leur offre qui a donné vie à cette opération abusive. Il convient donc que cette offre fasse l'objet d'une interdiction d'opérations.

H. Martha Gardiner-Billes

Quant à Martha, son avocat a cherché à en faire une partie innocente. On a dit pour elle que, lorsqu'elle assista avec ses frères à l'une des premières réunions avec Merrill Lynch en juin, elle était surtout intéressée à obtenir une évaluation de ses actions. La preuve n'est pas parfaitement claire sur ce point, puisque, selon Alfred, ils parlèrent à Merrill Lynch non seulement d'obtenir un prix, mais aussi de rechercher des acheteurs possibles. Cependant, il est bien établi que, après avoir eu connaissance de la gamme de valeur que Biggar lui communiqua le 2 octobre 1986, Martha écrivit à ses frères, le 3 octobre, pour indiquer que ses actions n'étaient pas à vendre. Elle s'en tint vraisemblablement à cette position jusqu'à ce que Fung entre en contact avec elle pour le compte de Gordon, début novembre. Il est établi que Fung eut des conversations avec Martha avant la date du contrat de blocage avec les frères, en plus des réunions qu'il tint avec eux, mais la nature de ces conversations n'a pas été établie.

Une fois que les frères Billes eurent conclu le contrat de blocage avec les concessionnaires, ceux-ci étaient obligés de faire la même offre à Martha. A la suite de négociations avec eux, Martha conclut un contrat de blocage, en contrepartie d'un cautionnement de 15 millions $, non remboursable. Lorsque Martha eut négocié un cautionnement non remboursable de 15 millions $, ses frères renégocièrent leur

cautionnement comportant deux portions de 7 500 000 $, dont l'une était remboursable, pour le transformer en un cautionnement simple de 15 millions $, non remboursable.

Son avocat a plaidé qu'elle avait eu la main forcée du fait que ses frères avaient conclu le contrat de blocage. A ce moment-là, selon la réalité économique, elle ne pouvait plus se comporter comme un membre du groupe de contrôle et se retrouvait dans une situation exposée, avec une participation de 20 %. Elle aurait déposé ses actions en réponse à l'offre de toute façon, puisque c'était la seule décision économique sensée et il n'y avait donc pas de raison de ne pas chercher à conclure le meilleur marché possible avec les concessionnaires.

Bien que la position de son avocat ne soit pas dépourvue de tout fondement, il reste qu'elle ne peut se dissocier des actes de ses frères. Qu'elle ait ou non eu l'intention de vendre en octobre 1986, elle décida de vendre après que ses frères eurent conclu leur contrat de blocage. Martha était au courant du montage en fonction du 49 % depuis le début de juin 1986. Rien n'indique qu'elle s'est opposée à ce genre d'opération ou qu'elle ait pris position concernant les droits des porteurs d'actions catégorie A. Quand elle trouva une opération avantageuse pour elle et un acheteur qui voulait bloquer sa participation de 20 %, elle négocia le meilleur marché qu'elle pouvait - en fait, un marché meilleur que celui conclu par ses frères. Elle était tout à fait disposée à s'accommoder de l'offre et, en fait, à vendre tout son bloc pour le prix maximum. Pour cette raison, l'interdiction d'opérations doit s'appliquer à ses actions autant qu'à celles de ses frères.

I. Autres points

Un certain nombre d'autres arguments ont été soulevés qui appellent quelques observations. L'un d'entre eux a trait au cours comparé des actions ordinaires et des actions catégorie A depuis la restructuration du capital de 1983 jusqu'au communiqué de presse par lequel les frères Billes annoncent leur intention de vendre en 1986. L'action ordinaire comporta immédiatement une prime par rapport à l'action catégorie A et continua à se négocier avec une prime de 25 % à 30 % jusqu'au milieu de l'été 1986, au moment où commencèrent à circuler des rumeurs que le bloc de contrôle de Canadian Tire était à vendre.

Il fut établi qu'une prime de 25 % à 30 % pour l'action ordinaire par rapport à l'action sans droit de vote est nettement plus élevée que la norme pour les actions cotées sur le Toronto Stock Exchange. On a beaucoup discuté sur les raisons de cet écart de cours. Selon Biggar, la seule explication était que le marché reconnaissait l'existence possible d'une "lacune" dans la clause de protection, de sorte que les investisseurs étaient disposés à payer un prix plus élevé pour les

actions ordinaires dans l'attente qu'ils recevraient une prime importante en cas d'O.P.A.

Le témoignage de Thomas Kierans, président de McLeod Young Weir, Limitée, a été beaucoup plus éclairant sur ce point et, à notre avis, mieux accordé avec les réalités du marché. Il a souligné le fait que les concessionnaires se portèrent acheteurs des actions ordinaires dès qu'elles furent admises à la négociation après la restructuration. Au cours des cinq premiers jours de bourse, les concessionnaires achetèrent près de 50 % des actions négociées. L'action ordinaire se négocia aussitôt avec une prime, laquelle se maintint constamment jusqu'à l'été 1986.

Entre décembre 1983 et septembre 1985, les concessionnaires ont acheté plus du tiers des actions négociées si l'on tient compte des transactions privées. D'octobre 1985 à avril 1986, leurs achats représentent 43,1 % du volume total. De tels achats par les concessionnaires, en particulier ceux qui furent effectuées dans les cinq premiers jours après la restructuration du capital et qui fixèrent le niveau de la prime, ne pouvaient manquer d'avoir un effet sur la valeur des actions ordinaires.

En outre, selon son témoignage, Kierans ne croyait pas, et ne croit toujours pas, qu'un examen de la clause de protection à un moment quelconque entre 1983 et le milieu de l'année 1986 aurait conduit les participants au marché à conclure qu'elle était défectueuse et qu'il fallait donc acheter les actions ordinaires.

Un autre facteur, également relié aux achats des concessionnaires, prend une importance plus grande que toutes ces considérations: l'extrême étroitesse du marché des actions ordinaires. Il y a environ 84 millions d'actions catégorie A émises et en circulation, alors qu'il y a seulement 3,5 millions d'actions ordinaires, dont 60 % se trouvent dans les mains des Billes, hors marché. En un mot, le marché des actions ordinaires était si extraordinairement étroit qu'on ne peut tirer aucune conclusion au sujet de l'écart de cours par rapport aux actions catégorie A. De toute évidence, un volume très faible d'opérations pouvait avoir un impact sur le cours de l'action ordinaire. Quant à l'agrandissement de cet écart de cours entre mai et octobre 1986, il était manifestement relié aux rumeurs voulant que le bloc de contrôle soit à vendre, à l'offre de Carling et aux rumeurs auxquelles elle donna lieu. Les observateurs commencèrent à se demander si l'on pouvait acquérir le contrôle sans faire jouer la clause de protection ou, du moins, sans s'occuper de toutes les actions catégorie A.

On peut difficilement croire que les acheteurs sur le marché, entre 1983 et le milieu de l'année 1986, achetaient en raison de la défectuosité de la clause de protection, alors que les personnes les plus étroitement

mêlées à sa rédaction, des avocats d'expérience comme R.B. Matthews et Law, sans parler des intéressés comme Muncaster et Alfred Billes ainsi qu'un courtier averti comme Wilmot Matthews, n'avaient pas conscience de la prétendue défectuosité et en furent surpris lorsqu'on la porta à leur attention au début de l'été 1986.

En outre, les avocats des Billes et des concessionnaires n'ont jamais expliqué très clairement où ils voulaient en venir au moyen de la preuve sur l'écart de cours. Évidemment, on aurait pu argumenter que le marché avait déjà connaissance de la défectuosité, que les achats étaient effectués en fonction de la défectuosité perçue et que, donc, le marché n'est aucunement désavantagé par une opération qui reconnaît quelque chose que le marché reconnaît depuis trois ans.

En résumé, nous trouvons la preuve peu concluante sur les raisons de l'écart de cours, mais les achats des concessionnaires et le marché très étroit constituaient clairement les deux facteurs les plus pertinents. Nous croyons, selon la preuve la plus forte, que l'écart n'était pas attribuable à une défectuosité qu'on aurait perçue dans la clause de protection en faveur des porteurs d'actions catégorie A. A la lumière des faits établis, l'argument selon lequel, depuis 1983, les négociations auraient pris en compte la possibilité d'une transaction du genre de l'offre examinée est, à tout le moins, forcé.

Enfin, on a plaidé qu'une intervention de la Commission dans l'opération en cause équivaudrait à établir une nouvelle instruction générale concernant les actions sans droit de vote, introduisant l'exigence d'une clause de protection. On a rappelé que les Commissions avaient tenu des audiences en 1984 sur la question des actions sans droit de vote et sur l'exigence d'une clause de protection. Elles avaient décidé de permettre le maintien des actions sans droit de vote (mais avec des conditions plus rigoureuses) et de ne pas rendre obligatoire les clauses de protection. On a aussi relevé qu'une décision provisoire avait rendu obligatoires les clauses de protection et que la Commission était revenue sur cette position à la suite des observations reçues. Si la Commission veut maintenant établir une nouvelle instruction générale portant sur les actions sans droit de vote ou sur les clauses de protection, elle devrait soit tenir des audiences publiques, soit publier un projet d'instruction générale en vue de recueillir des observations. Ce qu'elle doit éviter de faire, c'est d'établir une nouvelle instruction générale en prononçant une interdiction contre une opération particulière.

Rien dans la présente décision n'indique un changement dans l'Instruction générale n° Q - 17 ou dans les vues de la Commission sur les actions sans droit de vote ou sur les clauses de protection. Les actions sans droit de vote sont permises par les dispositions de cette Instruction générale et les clauses de protection ne sont pas obligatoires. Certaines actions sans droit de vote comportent une telle clause, d'autres non. Quand

elles en comportent, celles-ci sont d'une grande diversité. Tant que la Commission n'annoncera pas d'audience ou ne publiera pas une nouvelle instruction générale sur la question, il continuera d'en être ainsi.

Nous faisons également remarquer que notre décision ne constitue pas une interprétation de la clause de protection prévue en faveur des actions catégorie A de Canadian Tire, de la façon dont une O.P.A. sur les actions ordinaires doit être montée ou de la participation qui doit être offerte aux actions catégorie A. Tout ce que nous décidons, c'est que cette opération particulière est abusive à l'égard des porteurs d'actions catégorie A et des marchés financiers, ce qui justifie de prononcer une interdiction d'opérations.

La Commission juge que l'offre publique d'achat et le dépôt d'actions en réponse à celle-ci par les Billes sont contraires à l'intérêt public, en fonction duquel la Commission doit exercer sa discrétion aux termes de l'article 316 de la Loi, et constituent une opération abusive, incompatible tant avec la protection des épargnants qu'avec le bon fonctionnement du marché, sur lesquels la Commission doit veiller en vertu de l'article 276 de la Loi.

EN CONSÉQUENCE, la Commission prononce, en vertu de l'article 265 de la Loi, une interdiction d'opérations reliées à l'offre publique d'achat de C.T.C. Dealer Holdings Limited sur 49 % des actions ordinaires en circulation de la Société Canadian Tire, Limitée au prix de 160,24 $ par action, datée du 9 décembre 1986. La Commission prononce également une interdiction d'opérations sur les actions ordinaires de Canadian Tire détenues par Alfred W. Billes, David G. Billes et Martha Gardiner-Billes en ce qui concerne le dépôt de ces actions en réponse à l'offre publique d'achat.

Note: Le dispositif de cette décision a été communiqué aux parties le 14 janvier 1987.

2. Le marché des valeurs mobilières

- L'inscription

Objet: Guy Shedleur

Objet de l'appel

L'appel entendu le 6 novembre 1986 avait pour objet de faire réviser par la Commission la décision n° 86-E-1296 rendue le 3 novembre 1986 par M. Pierre Lizé, directeur de l'Encadrement du marché, par laquelle il refusait de dispenser M. Guy Shedleur de la préparation professionnelle exigée du représentant et du dirigeant d'un courtier, préparation professionnelle prévue par les articles 15 et 23 de l'Instruction générale n° Q - 9 en application de l'article 205 du Règlement.

Les motifs retenus par le directeur de l'Encadrement du marché pour refuser la dispense sont que M. Shedleur entend agir comme représentant et dirigeant d'un courtier, Placements Soficorp Inc., dont l'inscription auprès de la Commission s'apparente à une inscription à titre de courtier de plein exercice, et, que de telles activités nécessitent la préparation professionnelle exigée par les dispositions mentionnées.

Dispositions applicables

L'article 151 de la Loi sur les valeurs mobilières prévoit que la Commission, après avoir vérifié qu'un candidat remplit les conditions fixées par règlement, procède à son inscription lorsqu'elle estime notamment qu'il présente la compétence voulue pour assurer la protection des épargnants.

Parmi les conditions fixées par règlement, on retrouve à l'article 205 celle voulant qu'un candidat à l'inscription comme représentant "doit avoir suivi avec succès des cours qui lui donnent, de l'avis de la Commission, une préparation professionnelle suffisante". Cette même disposition prévoit de plus "qu'un représentant qui exerce les fonctions de dirigeant doit posséder des connaissances et une expérience qui, de l'avis de la Commission, le préparent suffisamment à ses fonctions".

En application de cette disposition réglementaire, l'article 15 de l'Instruction générale n° Q - 9 prescrit qu'un candidat à l'inscription comme représentant doit avoir suivi avec succès le cours sur le commerce

---

MM. Pierre Dussault, Harry J.F. Bloomfield et Henri-Paul Nadeau - Décision n° 8010, le 27 novembre 1986

des valeurs mobilières au Canada de l'Institut canadien des valeurs mobilières et qu'il doit également avoir réussi l'examen basé sur le manuel des représentants du même organisme. A ces deux premières exigences, l'article 23 de l'Instruction générale n° Q - 9 en ajoute deux autres pour la personne qui compte exercer les fonctions de dirigeant d'un courtier soit : celle de réussir l'examen d'aptitude pour associés/administrateurs/dirigeants également dispensé par l'Institut canadien des valeurs mobilières et celle de posséder au moins trois années d'expérience dans le domaine des valeurs mobilières.

Arguments des parties

Avant de se joindre à la firme Placements Soficorp Inc. auprès de laquelle il compte exercer les activités de représentant et de dirigeant, M. Shedleur occupait le poste de directeur de l'Information auprès de la Commission des valeurs mobilières du Québec depuis le 1er février 1982. Il avait antérieurement occupé celui de directeur adjoint (Déclarations) du 24 avril 1978 au 31 janvier 1982.

La preuve présentée par le procureur de l'appelant lors de l'audience, tant au moyen du dépôt de documents que du témoignage de M. Shedleur lui-même, avait pour but de démontrer les connaissances, l'expérience et la compétence de ce dernier en matière financière et plus particulièrement dans le domaine du commerce des valeurs mobilières. Les études et les activités antérieures de M. Shedleur, notamment auprès de la Commission, ont été rappelées aux fins d'établir qu'elles impliquent une compétence et une expérience plus que suffisantes pour être dispensé des exigences prévues aux articles 15 et 23 de l'Instruction générale n° Q - 9.

La preuve présentée par le procureur de la Direction de l'encadrement du marché n'avait pas, par ailleurs pour objet de mettre en doute la compétence ni l'expérience de M. Shedleur.

Cette preuve visait plutôt à démontrer, notamment au moyen du témoignage de M. André Desaulniers, président du Comité des gouverneurs de la Bourse de Montréal et de celui de M. Donald Sideleau, directeur de l'Institut canadien des valeurs mobilières, l'importance des cours et des examens dispensés par cet Institut pour les représentants et dirigeants oeuvrant dans les firmes de courtage.

La preuve avait également pour objet d'établir le fait qu'aucune dispense des différents cours et examens n'avait été accordée à qui que ce soit dans le passé, si ce n'est, selon le témoignage de M. Desaulniers, par la Bourse de Montréal, à de très rares occasions, à des personnes hautement

qualifiées en finance, et à l'égard seulement du cours sur le commerce des valeurs mobilières au Canada.

Rappelons ici que la Bourse de Montréal exerce également, en vertu de l'article 170 de la Loi sur les valeurs mobilières, un pouvoir délégué aux fins de l'application des dispositions précitées pour l'inscription d'un représentant et d'un dirigeant d'un courtier membre de cet organisme.

Observations de la Commission

Il est évident que M. Shedleur possède une expérience de plusieurs années dans le domaine des valeurs mobilières. Ses activités professionnelles antérieures, notamment auprès de la Commission, suffisent pour nous convaincre de sa compétence générale à cet égard. Nous sommes cependant d'avis que les fonctions spécifiques qu'il a eu à occuper dans le passé ne le préparent pas de façon directe ou nécessairement à exercer les activités quotidiennes d'un représentant et d'un dirigeant d'une firme de courtage.

Le domaine du commerce des valeurs mobilières est extrêmement vaste et implique de nombreux intervenants dont les activités requièrent une préparation technique spécifique et différente à chacun. Si l'on peut reconnaître l'expérience, la compétence et même l'habilité spécifique d'une personne à exercer certaines fonctions dans ce domaine, il ne s'ensuit pas nécessairement qu'elle est également habile ou préparée à en exercer d'autres, fort différentes.

Le cours sur le commerce des valeurs mobilières ayant pour objet de faire acquérir des connaissances plutôt générales en ce domaine, nous estimons, compte tenu de ce qui précède, pouvoir en dispenser M. Shedleur. Par ailleurs, l'examen basé sur le Manuel des représentants ainsi que l'examen des associés/administrateurs/dirigeants, exigent une préparation professionnelle spécifique à l'exercice de ces fonctions, préparation dont nous n'estimons pas opportun de dispenser M. Shedleur dans les circonstances.

Décision

En conséquence, la décision n° 86-E-1296 du directeur de l'Encadrement du marché est modifiée de façon à dispenser M. Shedleur du cours et de l'examen sur le commerce des valeurs mobilières au Canada dispensés par l'Institut canadien des valeurs mobilières. Par ailleurs, la décision est maintenue quant au refus de dispense de l'examen basé sur le Manuel des représentants et de l'examen d'aptitude pour associés/administrateurs/dirigeants, examens dispensés par le même organisme.

Objet: La Corporation Financière Réelle

L'audience

L'audience publique tenue les 22 et 23 janvier 1987 portait sur une demande en révision de la décision 86-E-1294 rendue le 3 novembre 1986 par M. Pierre Lizé, directeur de l'Encadrement du marché, par laquelle il refusait l'inscription à titre de courtier spécialisé en épargne collective et en contrats d'investissement à La Corporation Financière Réelle (Financière).

Financière est une filiale de Real Corporate Group dont les dirigeants sont J.A. Lyone Heppner et Martin D. Heppner. Ces deux personnes sont également dirigeants d'une société du même groupe, Les Placements Réels du Canada Ltée (Placements), inscrite à titre de courtier spécialisé en épargne collective. Martin Heppner en est le secrétaire et Lyone Heppner, le dirigeant responsable de l'activité du courtier au Québec.

Les motifs du directeur

Le directeur a fondé sa décision sur les difficultés de Placements avec la Commission et, en particulier, sur le défaut d'agir en conformité avec le Règlement et les instructions générales. Lors d'une inspection en octobre 1985 à l'établissement principal de Placements au Québec situé à Montréal, les irrégularités suivantes ont été relevées :

1° insuffisance du fonds de roulement et rapport mensuel sur le fonds de roulement mal rempli;

2° registres inadéquats;

3° formulaires d'ouverture de compte des clients non approuvés par un dirigeant.

Il a fallu plusieurs mois pour régler le problème de l'insuffisance du fonds de roulement et le rapport mensuel sur le fonds de roulement (Annexe 6 de l'instruction générale n° Q - 9) n'était toujours pas rempli adéquatement à la date de la décision du directeur.

Fin septembre 1986, le directeur fait faire une inspection des activités de Placements à Québec. M. Jean Arsenault, représentant inscrit, y dirige les activités. L'inspection a permis de constater les faits suivants :

MM. Paul Guy, Maurice Cusson et Pierre Dussault - Décision n° 8127, le 5 février 1987

1° les opérations sont faites à partir des bureaux de Multi-Services Financiers Rentax Ltée (Rentax);

2° aucun numéro de téléphone distinct n'identifie Placements;

3° les cartes professionnelles de Jean Arsenault portent au verso le nom de Rentax et la liste des services offerts par cette société;

4° l'annonce d'un séminaire, publiée dans un quotidien, mentionne Rentax et Placements;

5° Rentax a remboursé directement deux clients de Placements pour des erreurs administratives commises par Placements;

6° toutes les commissions dues à Jean Arsenault par Placements sont versées à Rentax;

7° Arsenault se présente comme planificateur financier, contrevenant ainsi à l'article 24 de l'instruction générale n° Q - 9;

8° Mme Paulette Naud, représentante de Placements, reçoit une rémunération de Rentax;

9° une personne non inscrite a effectué le placement de valeurs et a reçu une rémunération de Rentax en guise de commission;

10° Mme Naud représente Rentax lors de la négociation d'emprunts devant servir au financement de placements effectués par le courtier, contrevenant ainsi à l'article 24 de l'instruction générale n° Q - 9;

11° au moins trois clients ont émis leurs chèques relatifs à leurs investissements au nom de Rentax;

12° les formulaires de souscription, accompagnés des chèques des clients ayant trait aux placements effectués au cours de la semaine, sont acheminés à l'établissement de Placements à Montréal chaque vendredi et ce n'est que le lundi suivant que Placements place les ordres auprès des Fonds, de sorte qu'un client reçoit pour un Fonds évalué quotidiennement, le prix établi cinq jours ouvrables après la date de l'ordre, ce qui contrevient à l'instruction générale canadienne n° 9.

De tous ces faits, le directeur concluait que :

1° le courtier n'assure pas une surveillance adéquate de ses représentants à Québec;

2° l'association de Placements avec Rentax crée une confusion auprès des clients quant à l'identité du courtier;

3° M. Jean Arsenault n'est pas un simple représentant puisqu'il se présente comme le directeur des opérations de Placements à Québec;

4° Placements exploite un établissement à Québec;

5° Martin et Lyone Heppner n'ont pas démontré qu'ils présentaient la compétence et la probité voulues pour assurer la protection des épargnants.

De plus, le directeur refusait de reconnaître comme directeurs généraux de Financière MM. Irving Cohen et Nhung Van Vo vu que ces personnes n'ont pas fait état d'une quelconque expérience de gestion dans le domaine des valeurs mobilières.

Dans son appréciation de tous les faits relatés précédemment, le directeur a également tenu compte de la décision de la Commission rendue en 1984 qui suspendait l'inscription de Placements et de monsieur Lyone Heppner pour un mois. La Commission avant de lever la suspension avait notamment exigé :

"que le courtier mette en place, dans les plus brefs délais, des mécanismes de contrôle interne lui permettant d'assurer adéquatement le respect de la Loi, du Règlement, des Instructions générales et des décisions pertinentes de la Commission;

que les registres et les documents du courtier soient modifiés de façon à les rendre conformes aux exigences réglementaires;

que le courtier révise tous ses documents publicitaires et les documents qu'utilisent ses représentants, et qu'il en contrôle l'emploi, de façon à s'assurer qu'ils ne contiennent aucune information fausse ou trompeuse."

Les arguments de Financière

Le procureur de Financière avant de répondre aux motifs invoqués par le directeur a prétendu qu'il y avait eu abus de procédure dans cette affaire, entre autres, en ce que l'inspection de 1986 à Québec n'avait pour but que d'obtenir des faits pour justifier une décision déjà prise concernant les Heppner.

1° Inspection de 1985

En ce qui concerne l'insuffisance du fonds de roulement, il y avait divergence d'opinion entre l'inspecteur et Placements concernant le mode de calcul. En juin 1986, le différend a été réglé par un apport de fonds de 125 000 $. Si le directeur craignait pour la protection du public, il aurait dû exercer plus de pression. Ça n'a pas été le cas et les discussions font que le retard est légitime.

Quant aux registres qui n'étaient pas adéquats , ils ont été corrigés, selon les désirs du directeur, quoique Placements les estimait adéquats.

Pour ce qui a trait au rapport mensuel sur le fonds de roulement, Placements entend corriger cette irrégularité dans les meilleurs délais et le président signera à l'avenir ce rapport.

Enfin toutes les irrégularités soulevées à l'occasion de cette inspection étaient mineures, elles ont été corrigées ou sont en voie de l'être et les Commissions de l'Ontario et de Colombie-Britannique, où Placements est également inscrite, n'ont jamais soulevé ces points.

2° Inspection de 1986

Rentax, une société offrant des services de planification financière, est locataire d'un étage d'un immeuble commercial à Québec. Rentax sous-loue des parties de cet étage à des professionnels travaillant dans des domaines connexes : notaires, comptables, courtier d'assurances, courtier en immeubles et courtier en valeurs mobilières. Placements avait donc ses locaux distincts sur cet étage.

M. Jean-Claude Laplante, président de Rentax, est venu témoigner sur cette question et a indiqué que certaines irrégularités soulevées par l'inspecteur sont maintenant corrigées. Entre autres, le nom de Placements est maintenant indiqué à la porte et Placements possède son propre numéro de téléphone.

Les commissions de Jean Arsenault versées à Rentax, le salaire versé par Rentax à Jean Arsenault, le remboursement de clients et les paiements à Mme Naud s'expliquent facilement par le fait que Rentax administrait les revenus et dépenses de Jean Arsenault. C'est donc dans le cadre de cette administration que Jean Arsenault versait ses commissions à Rentax et que cette dernière payait les dépenses de Jean Arsenault. Il est donc faux de prétendre que Jean Arsenault travaillait pour Rentax ou partageait ses commissions. Cette entente s'est d'ailleurs terminée le 1er août 1986, soit avant l'inspection.

Quant à l'affirmation que Mme Naud représentait Rentax lors de la négociation d'emprunts, il a été expliqué lors de l'audience que la majorité des clients de Rentax, pour lesquels il était fait une planification financière, empruntaient pour investir (effet de levier) dans des fonds d'investissement vendus par Placements. Mme Naud ne faisait que témoigner de la signature de l'emprunteur pour autoriser Rentax à entreprendre les démarches nécessaires auprès d'une institution bancaire en vue de l'obtention d'un prêt.

Que trois clients aient émis leurs chèques relatifs à leurs investissements au nom de Rentax, le procureur souligne que ce sont des erreurs de trois clients sur environ 700 et que dès réception Rentax a émis de nouveaux chèques à Placements de telle sorte que Rentax n'a pas touché l'argent.

En ce qui concerne le placement de valeurs par une personne non inscrite, on reconnaît qu'il peut s'agir d'une infraction mais qu'elle ne peut être imputée aux Heppner mais à Jean Arsenault qui a autorisé le paiement de commissions en vertu de l'entente qu'il avait avec Rentax.

Quant au problème de l'acheminement des formulaires de souscription des clients, il est souligné qu'il y a d'abord eu erreur d'interprétation de la part de l'inspecteur, puisque ces formulaires sont acheminés, par l'intermédiaire d'un service de courrier à l'établissement principal de Placements, à tous les jours pour les ventes faites au bureau de Québec et une fois par semaine pour les ventes faites par des représentants dans d'autres villes de l'Est du Québec. De plus, comme l'instruction générale canadienne parle d'envoi par la poste, le procureur de Placements souligne que même les envois hebdomadaires arrivent aussi vite que s'ils avaient été envoyés par la poste comme l'exige l'instruction générale canadienne.

MM. Cohen et Vo sont venus témoigner de leur expérience lors de l'audience et, selon le procureur de Placements, la décision du directeur de leur refuser l'autorisation d'agir en tant que directeurs généraux de Financière n'était pas justifiée, vu que Financière demandait une inscription à titre de courtier d'exercice restreint. Il les considère même qualifiés, sous réserve de la réussite de l'examen de dirigeant, pour remplir ces fonctions chez un courtier de plein exercice.

Les arguments du directeur

Financière n'a pas pris la peine de venir expliquer au directeur ce qui était inexact dans ses allégations. Elle a plutôt présumé que sa décision était déjà prise alors que plusieurs points auraient pu être réglés sans audience.

Face au grand nombre d'irrégularités reprochées, à la suspension antérieure du courtier, au manque de surveillance évident de l'activité de Jean Arsenault, le directeur ne pouvait que conclure que les dirigeants ne s'assuraient pas que la réglementation était respectée et qu'ils n'avaient pas la compétence et la probité voulues pour assurer la protection des épargnants.

Observations de la Commission

En ce qui concerne la compétence de MM. Cohen et Vo pour agir à titre de directeurs généraux de Financière, la Commission estime, après avoir entendu leur témoignage, qu'elle est suffisante du moins pour leur permettre d'agir pour le compte d'un courtier d'exercice restreint.

Il importe de rappeler ici que le directeur, avant de rendre sa décision, avait fait connaître à Placements, par lettre, son intention de refuser l'inscription, mais que Financière a préféré passer immédiatement à l'étape de l'audience. Une rencontre avec le directeur aurait permis d'expliquer beaucoup de choses qui ne l'ont été qu'à l'audience, lors des témoignages.

En particulier tout l'imbroglio avec Rentax aurait pris un autre sens. Nous ne pouvons reprocher à l'inspecteur ni au directeur les conclusions qu'ils en ont tirées. Lorsque l'inspecteur téléphone pour prendre rendez-vous, la réceptionniste ne fait mention que de Rentax; à son arrivée chez le courtier à Québec, non seulement il ne voit pas le nom de ce dernier, mais il voit plutôt celui de Rentax. De plus, au cours de son inspection, il s'aperçoit que toute les commissions de Jean Arsenault sont versées à Rentax, que cette dernière paie la publicité pour un séminaire sur les fonds communs de placement, qu'elle rembourse certains clients à la suite de plaintes, qu'elle paie un salaire à Jean Arsenault, verse des honoraires et des avances à Mme Naud, qu'au moins trois clients ont fait des chèques pour fins de placement directement à Rentax et enfin que Rentax a même payé une commission à un représentant non inscrit.

Nous avons pris bonne note des explications données, et du fait que l'entente de gestion des affaires de Jean Arsenault par Rentax s'est terminée le 1er août 1986 et que toute cette opération avait été faite pour régler les problèmes personnels de M. Arsenault, mais il n'en demeure pas moins que cette situation ne pouvait que créer de la confusion auprès du public. Nous sommes aussi étonnés que tout ceci ait été fait à l'insu des dirigeants du courtier sur une période de plusieurs mois.

A la lumière des faits rendus publics lors de l'audience, la Commission est d'avis que Rentax a exercé l'activité de courtier ou de conseiller en valeurs. Le directeur devra donc examiner cette situation le plus tôt possible.

Quant au problème de l'insuffisance du fonds de roulement, il a été finalement réglé après des mois de pourparlers ce qui ne démontre pas une volonté très empressée de se conformer à la réglementation. On va même jusqu'à invoquer, pour se justifier, le peu de pression exercée par le directeur. On promet seulement maintenant de produire le rapport mensuel sur le fonds de roulement conformément à l'instruction générale n° Q - 9. De longs mois se sont écoulés également avant que Placements ne régularise ses registres à la suite de l'inspection de 1985.

Quant à la transmission des formulaires de souscription des clients, la Commission est d'avis que l'instruction générale canadienne n° 9 n'est pas respectée en ce qui concerne les ventes faites dans les villes autres que Québec. L'instruction qui date de 1971 parle de la poste. Nous savons tous qu'elle ne donne plus le même service qu'à cette époque. D'ailleurs on nous a dit que le courtier se servait d'un service de courrier pour les expédier, ainsi que le font du reste les autres courtiers. Il incombe au courtier de s'assurer que les formulaires de souscription sont expédiés le plus rapidement possible afin de ne pas causer de préjudice aux souscripteurs.

Tous ces faits et les irrégularités notées prennent dans le cas de Placements, une importance plus grande vu que, dans sa décision de 1984, la Commission avait exigé que le courtier mette en place des mécanismes de contrôle interne et assure la conformité de ses registres et documents aux exigences réglementaires. On a suggéré lors de l'audience que la Commission ne devait pas tenir compte de cette suspension puisque, si la Commission l'avait levée, c'est qu'elle était satisfaite. La Commission croit au contraire que c'est un élément important du dossier, qui fait partie de la feuille de route du courtier et des dirigeants et qui donne à toute irrégularité commise par la suite une importance plus grande.

L'appréciation des irrégularités se fait non seulement en fonction de leur gravité propre, mais aussi en fonction de leur répétition. En l'occurrence, c'est la deuxième fois que les intéressés font l'objet d'une audience publique. Ils doivent comprendre qu'il s'impose, pour eux, d'abandonner cette attitude relâchée, qui tolère de nombreux manquements à la réglementation applicable, sans quoi la Commission se verra dans l'obligation de leur refuser le droit d'exercer toute activité en valeurs mobilières.

Décision

La Commission est d'avis qu'il a été établi que des infractions à la Loi ont été commises, que les exigences des instructions générales n'ont pas été respectées ou ne l'ont pas été dans des délais raisonnables, et que la surveillance de la part des dirigeants Martin et Lyone Heppner n'a pas été adéquate, en particulier en ce qui concerne le représentant Jean Arsenault, à l'égard de qui elle a été complètement inexistante.

La Commission ne croit pas cependant qu'il y a lieu de refuser l'inscription demandée. Toutefois elle ne devra être accordée qu'à la condition que La Corporation Financière Réelle retienne les services d'une personne chargée d'assurer le respect de la Loi, du Règlement, des instructions générales et des décisions pertinentes de la Commission, la désignation de cette personne étant soumise à l'approbation du directeur de l'Encadrement du marché.

De plus, La Corporation Financière Réelle ne pourra obtenir l'inscription à titre de courtier de plein exercice comme elle se propose de le demander jusqu'à ce qu'une nouvelle inspection faite dans quelques mois, établisse que les opérations du courtier sont, à tous égards, conformes à la réglementation applicable.

Objet: Services Informatiques Iceberg International Inc.
et Systèmes Financiers Iceberg Inc.

L'objet de l'audience

Le 24 septembre 1986, la Commission des valeurs mobilières a convoqué les sociétés Services Informatiques Iceberg International Inc. ("Services Informatiques") et Systèmes Financiers Iceberg Inc. ("Systèmes Financiers"), que nous appellerons collectivement "les sociétés Iceberg", à une audience publique qui eut lieu le 9 octobre, afin de déterminer si ces sociétés exercent l'activité de conseillers en valeurs, sans être inscrites à ce titre auprès de la Commission en contravention de l'article 148 de la Loi sur les valeurs mobilières du Québec (L.R.Q., chapitre V-1.1).

L'avis de convocation, dressé à la demande du directeur de l'encadrement du marché, stipulait que ces sociétés :

"1° exploitent des logiciels de prévision dans le domaine financier destinés à des institutions financières, à des maisons de courtage et aux épargnants; l'abonnement à ces logiciels est destiné à conseiller ces personnes dans leur processus de décision de placement;

2° effectuent la publication d'un guide de l'investisseur disponible sur abonnement annuel et présentant des analyses techniques du cours d'une centaine de valeurs inscrites à la Bourse de Montréal."

Pour la compréhension de ce dossier complexe et assez particulier quant à son évolution, nous allons brièvement décrire et analyser les produits offerts, résumer les démarches du personnel de la Commission, et résumer l'analyse juridique présentée à l'audience par le procureur de la Direction de l'encadrement du marché.

Description et analyse des produits

Les sociétés (voir détails plus loin) font la mise en marché et l'exploitation de quatre logiciels de prévision dans le domaine

MM. Roland Côté, Harry J.F. Bloomfield et Pierre Dussault - Décision n° 8128, le 5 février 1987

financier, soit des logiciels de prévision sur les actions inscrites en bourse, sur les devises, sur les taux d'intérêt américains et sur l'or et l'argent.

Selon leur publication intitulée "Bonjour ICEBERG !" : "Le système ICEBERG est issu d'une analyse technique approfondie qui permet d'identifier des cycles de prix. [Il] se fonde sur une prémisse à l'effet que le prix des actions, des obligations et des matières premières change selon un modèle cyclique discernable. C'est ce qu'on appelle le "market timing"."

A titre d'exemple, analysons le fonctionnement du logiciel de prévision boursière :

a) à la fermeture des bourses, l'ordinateur reçoit les cotes de 6 000 actions;

b) le logiciel, composé d'une série de modèles mathématiques confidentiels, dégage une tendance du prix des actions sous forme de chiffres;

c) ces tendances sont envoyées dans un modèle graphique qui trace différentes courbes; ce graphique est expédié au client;

d) ce graphique contient un chiffre nommé "U Turn Value" qui détermine à quel prix une action changera de tendance;

e) ce "U Turn Value" est calculé par les modèles mathématiques contenus dans le logiciel Iceberg; il est suggéré d'acheter ou de vendre l'action touchant cette valeur;

f) sur le graphique, "TENDX" est le modèle mathématique qui filtre le prix d'une action pour en dégager la tendance principale;

g) ce modèle fait diverses comparaisons avec les prix de fermeture des dernières semaines et détermine si une fluctuation quotidienne est en accord avec la tendance précédente;

h) l'indicateur "ALERT" donne un signal avant qu'une tendance ne change, soit lorsque la courbe du graphique s'approche ou traverse la ligne pointillée.

Tout investisseur doté d'un ordinateur compatible à un ordinateur IBM peut avoir accès au système Iceberg, qui lui transmettra les données correspondant aux actions qu'il a lui-même sélectionnées et qui sont comprises dans son abonnement; le prix d'abonnement variera selon le nombre de titres choisis à raison de 20 $ par titre et par mois. L'ordinateur Iceberg connaît la liste des actions de chaque client et, chaque jour, fait automatiquement la mise à jour de leurs listes.

La brochure de 32 pages ("Bonjour ICEBERG !") explique aux abonnés la méthode d'utilisation des données et des indicateurs fournis par le logiciel, et illustre à quel moment et dans quel sens il y a lieu de prendre une décision. Par exemple, on lit à la page 6 : "quelle est l'utilité pratique du "U Turn Value" ? Si vous avez déjà fait des profits avec une action mais que vous ne savez pas quand vendre, vous pouvez suggérer à votre courtier de vendre si l'action touche le "U Turn Value"." Et à la page 8 : "Alors il faut agir tout de suite quand la flèche change de direction ? C'est exactement cela." Et ainsi de suite pour les autres indicateurs.

Toutefois, la page 27 contient la mise en garde suivante : "ICEBERG ne fait pas de recommandations; les données transmises par la compagnie restent sujettes à l'interprétation des usagers."

L'évolution de ce dossier

A l'examen des pièces déposées à l'audience, il appert que le personnel de la Commission était en communication fréquente avec M. Lassonde depuis 1983 au sujet des services offerts au public et de la nécessité de l'inscription comme conseiller.

M. Lassonde exerçait originellement son activité sous la raison sociale "l'Agence boursière de Montréal" qui publiait mensuellement un "Guide de l'investisseur". Cette publication ne se limitait pas à produire de l'information mais présentait également à ses abonnés des conseils en y incorporant des opinions sur l'évolution des cours. La Direction de l'encadrement du marché demande alors à l'Agence boursière de Montréal de s'inscrire comme conseiller en valeurs d'exercice restreint puisqu'elle limitait son activité à fournir des conseils par l'intermédiaire d'une publication.

Par la suite, l'Agence fut dissoute et son actif, y compris son logiciel Iceberg, a été acquis par Systèmes Financiers. Le 30 novembre 1985, cette dernière a constitué Services Informatiques qui est devenue sa filiale en acquérant les droits de mise en marché et d'exploitation de ses quatre logiciels de prévision dans le domaine financier, en contrepartie d'actions, et qui poursuit la publication du Guide de l'investisseur, aussi acquis de la société mère, en contrepartie d'une redevance.

Le dossier fait état de multiples communications et rencontres avec M. Lassonde, débouchant toujours sur des délais, de l'incompréhension, ou de nouveaux projets de sa part. Finalement, une mise en demeure par le directeur de l'encadrement du marché, le 6 juin 1986, restée sans

réponse, provoque l'avis de convocation à la présente audience publique par la Commission.

L'argumentation juridique

L'article 5 de la Loi sur les valeurs mobilières donne la définition qui suit :

> ""conseiller en valeurs" : toute personne qui en conseille une autre concernant l'acquisition ou l'aliénation de valeurs ou une participation à une opération sur valeurs, qui gère, en vertu d'un mandat, un portefeuille de valeurs ou qui fait du démarchage relié à son activité de conseil ou de gestion;"

Le conseiller en valeurs doit s'inscrire auprès de la Commission, ainsi que ses dirigeants et représentants, conformément aux dispositions du chapitre I du Titre V de la Loi.

Le procureur de la Direction de l'encadrement du marché a cherché à établir si les services fournis par les deux sociétés sont susceptibles d'être sous l'empire de la Loi, en se tournant vers l'interprétation des textes et autorités en regard de la situation à l'étude.

Puisque le droit canadien des valeurs mobilières ne semble pas fournir d'éclaircissements à cet effet, il a trouvé dans le droit et les autorités américaines quelques exemples précis et pertinents.

L'Investment Advisers Act of 1940 donne la définition suivante à l'article 202 (a) (11) :

> ""Investment adviser" means any person who, for compensation, engages in the business of advising others, either directly or through publications or writings, as to the value of securities or as to the advisability of investing in, purchasing, or selling securities, or who, for compensation and as part of a regular business, issues or promulgates analyses or reports concerning securities;"

Le parallèle avec la loi québécoise étant considéré satisfaisant quant à l'essentiel, bien que la définition américaine soit plus détaillée, le procureur de la Direction a cité et résumé plusieurs décisions interprétatives de la Securities and Exchange Commission des États-Unis ("S.E.C."), qui visent expressément des personnes faisant usage de formules, graphiques, diagrammes, informatique et logiciels, dont l'emploi permettrait à des investisseurs de prendre leurs décisions.

Nous ne croyons pas qu'il soit utile d'analyser ici chacune en détail. Cependant, il est opportun de les citer et d'en faire une synthèse. Il s'agit des cas suivants, tous rapportés dans le Federal Securities Law Reporter (CCH) :

- Investment Decisions Inc. (Transfer Binder, '71-'72 Decisions, June 23, 1971, parag. 78 330, p. 80 772)

- Alphadex Corporation (Transfer Binder, '71-'72 Decisions, January 21, 1972, parag. 78 264, p. 81 329)

- Loran K. Lantz (Transfer Binder, '72-'73 Decisions, May 11, 1972, parag. 78 912, p. 81 963)

- B.W. Barrier (Transfer Binder, '73-'74 Decisions, January 8, 1974, parag. 79 711, p. 83 905)

- James M. Hurst (Transfer Binder, '73-'74 Decisions, February 6, 1974, parag. 79 735, p. 83 971)

- Marvin T. Jordan (Transfer Binder, 1981-1982 Decisions, September 23, 1981, parag. 77 085, p. 77 339)

- Monchik-Weber Associates Inc. (Transfer Binder, 1981-1982 Decisions, September 23, 1981, parag. 77 084, p. 77 735)

ainsi que le S.E.C. Investment Advisers Act Release n° IA-770 du 13 août 1981 (46 F.R. 41 771, F.S.L.R., volume 5, parag. 56 156B, p. 44 055-4).

Il se dégage une constante claire de toutes ces références, à savoir que la publication de tels outils d'analyse, y compris les mécanismes permettant de déceler des signaux d'achat, de vente ou de "market timing", constitue l'activité de conseiller en valeurs, même si le fournisseur de tels services n'exprime pas d'opinion ou de recommandation précise, et même si la décision ou le jugement de valeur relève uniquement de l'utilisateur sur la base de renseignements fournis de manière passive.

Les arguments des sociétés Iceberg

Pour sa part, M. Lassonde maintient que les services fournis par les sociétés ne constituent pas l'activité de conseiller en valeurs définie par la Loi, puisqu'ils présentent seulement de l'information et des paramètres d'analyse sans offrir de recommandations.

A son avis, les services d'information offerts ne s'adressent pas à l'ensemble du public, mais seulement aux courtiers, aux institutions et aux 5 % du public qui possèdent un ordinateur et sont donc sophistiqués.

Enfin, il invoque la décision de la Cour suprême des États-Unis dans l'affaire Lowe, en 1985, et prétend qu'elle a pour effet de renverser les interprétations antérieures de la S.E.C.

Il affirme aussi avoir cessé de publier le Guide de l'investisseur depuis mai 1983.

Observations des commissaires

Il semble que ce problème particulier d'interprétation de l'exercice de l'activité de conseiller en valeurs se présente pour la première fois, puisque généralement des outils d'analyse de ce genre sont offerts parmi une gamme d'autres services par des conseillers inscrits.

Dans le cas sous étude, les sociétés Iceberg offrent assurément beaucoup plus que de l'information. La raison d'être de la vente des produits est incontestablement la publication des analyses de tendances et des divers indicateurs décisionnels qui sont fournis à partir des formules conçues à cette fin, et dont le mécanisme d'utilisation est expliqué aux abonnés. Tant les formules introduites dans les logiciels que les critères de décision et le mode d'emploi du produit comportent des jugements de valeur et des recommandations fournis par les auteurs et promoteurs du système Iceberg.

Nous sommes d'avis que ces services et publications vendus par les sociétés Iceberg offrent assurément des conseils concernant l'acquisition ou l'aliénation de valeurs.

Nous arrivons à cette conclusion même si les sociétés prétendent ne fournir aucune recommandation. Nous avons quand même relevé au passage l'insistance à souligner le taux de succès du sustème Iceberg, à la suite d'exemples précis. Il ne s'agit donc pas d'une simple cueillette de données. D'ailleurs, M. Lassonde affirmait dans une entrevue publiée par le quotidien La Presse le 8 février 1984 : "Notre logiciel recommande la bonne transaction dans 85 p. cent des cas."

Nous acceptons comme valables les autorités citées, car elles sont très explicites et variées, présentent une grande similitude d'application et ne laissent la place à aucun doute.

Par ailleurs, nous ne pouvons retenir l'extension donnée par le représentant des sociétés Iceberg au jugement de la Cour suprême des États-Unis dans l'affaire Lowe, et al. c. Securities and Exchange Commission, le 10 juin 1985 (cf. Federal Securities Law Reporter, Transfer Binder, '84-'85 Decisions, parag. 92 062, p. 91 282 à 91 303), pour plusieurs raisons. Il suffit de noter que cette décision très technique portait sur des éléments d'interprétation de dispenses statutaires d'inscription qui ne retrouvent pas d'équivalent exact dans la loi québécoise, à savoir qu'il s'agisse de conseils impersonnels ou d'une publication "bona fide" "of general and regular circulation".

Nous avons aussi pris note que les sociétés auraient cessé de publier le Guide de l'investisseur, malgré l'indication contraire contenue au prospectus provisoire du 27 décembre 1985 de Mercurium Inc., société créée et dirigée par les mêmes personnes. Nous avons constaté que cette publication offrait des conseils concernant l'acquisition ou l'aliénation de valeurs.

Nous devons souligner que les sociétés visées et leurs dirigeants n'ont pas fait montre de coopération, ni cherché à régler sérieusement cette affaire. Leurs promesses vaines, leurs tergiversations et délais à répondre ont surtaxé les ressources de la Commission qui doit veiller à la protection des épargnants et à l'application de la réglementation à tous les intervenants.

La décision

La Commission détermine que les services offerts par Systèmes Financiers Iceberg Inc. et Services Informatiques Iceberg International Inc. constituent l'exercice de l'activité de conseiller en valeurs.

En conséquence, en vertu de l'article 266 de la Loi, La Commission interdit à ces deux sociétés ainsi qu'à leurs dirigeants et représentants d'exercer l'activité de conseiller en valeurs tant qu'ils ne seront pas dûment inscrits comme tels conformément aux dispositions du Titre V de la Loi sur les valeurs mobilières, ou à moins qu'ils ne bénéficient de la dispense d'inscription prévue à l'article 157 de la Loi.

- Mesures disciplinaires

Objet: NFBC Centre National de Courtage Financier Inc.

L'audience

L'audience a été tenue le 22 avril 1986, à la demande de NFBC Centre National de Courtage Financier Inc. ("NFBC"). Ce courtier demandait la révision de la décision du directeur de l'encadrement du marché rendue le 20 février 1986 et, pour la durée du délibéré, la suspension de cette décision.

Le 20 février 1986, le directeur de l'encadrement du marché interdisait à NFBC une publicité dans laquelle le courtier se présentait comme "courtier en planification financière". De plus, il exigeait que le courtier lui soumette, avant publication, un exemple de chaque document publicitaire devant être diffusé par NFBC ou ses représentants.

Dans ses motifs, le directeur conteste le droit de NFBC de se présenter comme "courtier en planification financière" notant qu'une telle appellation n'est pas conforme à la Loi. Il rappelle, de plus, que le courtier ne peut pas donner des conseils sur des titres qu'il ne peut vendre ou placer en vertu de son inscription à titre de courtier en épargne collective.

Les points soulevés

L'audience a porté principalement sur les points suivants :

1° la Commission a-t-elle droit de regard sur toute publicité faite par une personne inscrite ou seulement sur celle visant les produits ou les services offerts?

2° un courtier en épargne collective peut-il se présenter comme "courtier en planification financière"?

3° l'activité de conseil d'un courtier inscrit est-elle restreinte aux produits que ce courtier peut vendre ou placer?

Un autre point a été soulevé par le procureur de NFBC, il s'agit du fait que le directeur n'aurait pas donné l'occasion de se faire entendre à NFBC avant de rendre sa décision. Il n'y a pas eu d'argumentation sur ce point, puisque l'audience corrige tout défaut qui pourrait entacher la décision du directeur. Dans l'affaire Clark and Ontario Securities

---

MM. Paul Guy, Roland Côté et Maurice Cusson - Décision n° 7761, le 21 mai 1986

Commission, la Cour d'appel de l'Ontario reprend à son compte les propos de la Commission de l'Ontario:

> It was submitted before us that we should consider the propriety of the procedure followed by the chairman in making his order and if we find that such procedure denied the applicant his rights we should treat the order as a nullity and allow this appeal.
>
> We reject that argument. The hearing before us is a full hearing and review. The applicant is present and can call any evidence he wishes. It is on the basis of the material before us that our order is made and any defect in the first proceeding does not deprive us of our jurisdiction to deal with the matter on its merits.
>
> We have heard the evidence and upon that evidence we have come to the same conclusion as did the late Chairman[1].

1° La publicité

Le procureur de NFBC a plaidé que la publicité en question avait été publiée dans la revue Ressources Humaines de janvier-février 1986, sous la rubrique "Carrières et professions" et qu'elle ne visait que le recrutement de représentants. D'après son argument, cette annonce n'est pas sujette aux dispositions de l'article 271 de la Loi car le recrutement de personnel n'est pas une activité visée par la Loi. Il a de plus cité la Loi d'interprétation ainsi que l'arrêt de la Cour suprême dans l'affaire Sommerville[2] pour établir qu'on doit restreindre la généralité apparente de la règle formulée à l'article 271.

La direction de l'encadrement du marché a par ailleurs plaidé que l'article 271 avait une portée générale et qu'il ne fait pas de distinction concernant la publicité visée.

---

1 Re Clark and Ontario Securities Commission, (1966) 56 D.L.R. (2d) 585, p. 586

2 R c. Sommerville, [1974] R.C.S. 387

Le pouvoir de contrôle établi par l'article 271 est formulé en termes très généraux et s'étend sûrement à une publicité du genre de celle qui est en cause. On peut certes concevoir des cas où il serait aberrant que la Commission exerce son contrôle, par exemple, dans le cas d'une publicité concernant un appel d'offres relatif à du matériel informatique. Il n'a pas été démontré que la publicité en cause était tout à fait étrangère aux préoccupations de la Commission.

2° Le titre de "courtier en planification financière"

L'annonce interdite par le directeur présentait NFBC comme un "courtier en planification financière".

La Commission présume qu'il s'agit d'une erreur et que le courtier voulait annoncer sa spécialisation en planification financière. Le courtier étant essentiellement un intermédiaire, on ne peut guère être un intermédiaire en planification financière alors que l'on offre soi-même ce service.

Le procureur de NFBC a fait valoir que la Direction n'avait pas le pouvoir d'empêcher la société de se présenter comme "courtier en planification financière", car il n'existe aucune restriction sur l'utilisation de cette appellation. Au surplus, il a prétendu que les courtiers et les représentants se présentaient souvent sous des appellations différentes de celles contenues dans leur inscription. Par exemple, il est fréquent que les cartes professionnelles des représentants indiquent "courtier en valeurs" au lieu de représentant.

La règle à suivre est que le courtier ou le représentant se présente d'une manière qui ne trompe pas l'épargnant. Un représentant qui inscrit sur sa carte professionnelle "courtier en valeurs" ne trompe pas l'épargnant, car il exerce l'activité de courtier pour le compte d'un courtier inscrit. Toutefois, un représentant qui inscrirait sur sa carte professionnelle "conseiller en valeurs" pourrait induire l'épargnant en erreur, car son activité de conseiller n'est qu'accessoire à son activité principale.

Donc, il est essentiel que le courtier ou le représentant présente bien son activité principale de manière que l'épargnant puisse savoir ce que celui-ci fait. Cette règle s'applique d'autant plus dans le cas d'un courtier d'exercice restreint. NFBC est un courtier d'exercice restreint spécialisé en épargne collective. C'est l'unique catégorie de produits qu'il peut offrir à ses clients et ceux-ci ont le droit de le savoir. En se présentant comme "courtier en planification financière", NFBC donne

l'impression que c'est là son activité principale, car il n'est nullement question d'épargne collective dans l'annonce. Le courtier informe ainsi les épargnants d'une fonction qu'il ne peut exercer qu'à titre accessoire, c'est-à-dire donner des conseils à ses clients.

Il est donc important que la publicité fasse d'abord état de l'activité principale de la personne inscrite, ce qui n'empêche pas de faire état d'autres services qu'elle offre à ses clients.

La planification financière peut constituer une forme d'exercice de l'activité de conseiller en valeurs, dans la mesure où elle a une relation avec les valeurs mobilières. Elle est alors couverte par la dispense prévue au paragraphe 2° de l'article 156 de la Loi.

Toutefois, cette dispense est assortie de la condition que l'activité de conseiller soit exercée à titre accessoire. Une annonce où l'activité en planification financière est présentée comme étant la seule activité du courtier ne respecte pas le caractère accessoire, en sorte qu'elle ne donne pas droit à la dispense. NFBC doit donc cesser ce genre de publicité ou s'inscrire à titre de conseiller en valeurs auprès de la Commission, dans la mesure où elle remplit les conditions prévues par la Loi, le Règlement et les Instructions générales.

La Commission conclut que le directeur pouvait interdire la publicité de NFBC et a eu raison de le faire.

De plus, la demande que la société lui soumette, à l'avenir, un exemple de toute publicité avant sa diffusion était pleinement justifiée, compte tenu qu'il s'agissait d'une demande à laquelle NFBC avait déjà accepté de se conformer, sans toutefois respecter son engagement.

3° Les limites de la dispense de l'article 156

Le directeur a prétendu que la dispense d'inscription à titre de conseiller en valeurs prévue par le paragraphe 2° de l'article 156 se limite à des conseils en matière d'épargne collective.

Selon lui, étant donné que l'activité du courtier est restreinte à l'épargne collective, celui-ci ne peut que donner des conseils sur l'épargne collective. Or, l'annonce de ses services de planification financière laisse supposer qu'ils débordent les produits d'épargne collective.

NFBC prétend qu'un courtier, quelles que soient les limites de son inscription, peut donner des conseils sur toutes les valeurs dans la mesure où ces conseils sont accessoires à son activité principale.

Il faut partir de la constatation que la dispense prévue au paragraphe 2° de l'article 156 ne comporte aucune limitation quant aux formes d'investissement sur lesquelles un courtier peut donner des conseils. Interpréter cette disposition autrement serait limiter inutilement l'exercice de l'activité du courtier et même, dans certains cas, l'empêcher de remplir ses obligations envers ses clients.

Toutefois, cette constatation doit être tempérée par l'exigence que l'activité de conseiller ne soit exercée qu'à titre accessoire. Dans la présente affaire, la Commission a déjà conclu que la publicité de NFBC ne respectait pas le caractère accessoire de son activité en planification financière.

L'activité de conseil doit être reliée à l'activité de courtier; elle doit découler de cette activité. Par exemple, à l'occasion de l'examen du dossier du client, le courtier juge que celui-ci devrait ouvrir un compte de titres admissibles au Régime d'épargne-actions; il a l'obligation de dire à son client qu'il devrait placer une partie de ses fonds dans de tels titres. Cependant, un courtier en épargne collective ne pourrait pas aller aussi loin que de conseiller son client sur les titres précis qu'il devrait souscrire, puisqu'il ne possède pas la compétence voulue pour faire de telles recommandations. Il pourrait également dire à son client qu'il devrait investir une partie de son avoir en titres d'emprunt à rendement fixe.

On doit en conclure que le droit d'un courtier d'exercice restreint de conseiller sur toutes valeurs est quand même très limité par le fait que cette activité doit découler de son activité principale et conserver un caractère accessoire par rapport à celle-ci.

EN CONSÉQUENCE, la Commission

maintient le dispositif de la décision du directeur de l'encadrement du marché.

Objet: Henri Bouchard

L'audience

L'audience fait suite à une demande de révision d'une décision de la Bourse de Montréal.

Cette décision, rendue le 21 mai 1986, retirait les droits conférés à M. Henri Bouchard par l'inscription à titre de représentant. La Bourse agissait en vertu de l'article 152 de la Loi sur les valeurs mobilières (L.R.Q., chapitre V-1.1) et des pouvoirs qui lui ont été délégués par la Commission dans sa décision n° 7065 du 30 mars 1984.

Les faits

M. Bouchard a été congédié par le courtier Tassé et Associés le 25 février 1986 pour avoir gardé, du 14 août 1984 au 14 février 1986, des fonds totalisant 21 000 $ qui lui avaient été remis par une cliente pour l'achat d'obligations. M. Bouchard a précisé à l'audience qu'il s'agissait d'une somme de 19 000 $ et non de 21 000 $.

M. Bouchard aurait également conservé les fonds que lui avaient remis trois autres clients. Ces fonds, de l'ordre de 9 000 $, devaient servir à l'achat d'obligations pour ces clients. Lors de son témoignage, M. Bouchard a contesté la somme de 2 000 $ que lui aurait remise un client.

Les clients de M. Bouchard ont tous été remboursés par celui-ci, capital et intérêts. Toutefois, le remboursement n'a eu lieu qu'après que son employeur a découvert les faits par suite d'une plainte d'un des clients. Encore là, M. Bouchard n'a pas dévoilé tous les faits à son employeur, mais seulement ceux concernant le client qui s'était plaint. Ce n'est qu'à la suite de son congédiement que les autres irrégularités ont été découvertes.

En outre, M. Bouchard avait été congédié auparavant par un autre courtier pour des faits similaires. Le 15 mars 1983, le courtier Walwyn Stodgell l'avait congédié parce qu'il avait encaissé les obligations de deux clientes pour une somme de 12 000 $ et avait conservé les fonds, à l'insu de tous, pendant une période de deux ans.

Dans son témoignage, M. Bouchard a expliqué que ces incidents étaient survenus à la suite de moments difficiles où il se sentait pris à la

---

MM. Paul Guy, Pierre Dussault et Gilles Nadeau - Décision n° 7957, le 9 octobre 1986

gorge : dans le cas de Walwyn, il faisait face à une dette de 14 000 $ au fisc et dans le cas de Tassé, il avait dû payer la dette d'un ami pour lequel il s'était porté caution. Il a de plus fait état de sa situation financière précaire étant donné qu'il ne pouvait plus exercer la seule profession qu'il connaisse.

Les arguments

Le procureur de M. Bouchard a plaidé que son client était sans emploi depuis huit mois, qu'il avait eu sa leçon et que la sanction de la Bourse était trop sévère car elle lui enlevait, pour toujours, son droit d'exercer sa profession.

Il a de plus argumenté que les occasions ne se reproduiraient plus vu que les principaux emprunts de M. Bouchard avaient été faits auprès de parents, que la Commission pourrait imposer des conditions à l'inscription de M. Bouchard et que le risque était beaucoup moins grand vu les formes d'investissement auxquelles M. Bouchard serait astreint, soit les titres admissibles au R.É.A. et les R.E.É.R.

Le procureur de M. Bouchard a fait valoir qu'en fin de compte il s'agissait de la dernière chance pour celui-ci et que la décision de la Bourse était trop sévère.

Quant au procureur de la Bourse, il a surtout insisté sur le fait que la Bourse doit s'assurer que M. Bouchard satisfait au critère de probité établi dans la Loi et qu'en matière de probité il ne peut être question de degré : une personne est probe ou elle ne l'est pas. Il a ajouté qu'aucune surveillance ne pourrait empêcher ce genre de conduite et que la seule garantie contre la récidive était la probité du représentant.

Chacune des parties a également présenté un mémoire qui fait partie du dossier pris en compte par la Commission.

La décision

La probité est une exigence fondamentale que la Loi impose au représentant pour lui permettre d'exercer sa profession. M. Bouchard s'est approprié les fonds de ses clients à deux reprises. Une première fois, chez Walwyn Stodgell où il avait encaissé des obligations appartenant à deux de ses clients et avait conservé les fonds pendant deux ans. Une deuxième fois, chez Tassé et Associés, où pendant une période de 18 mois, il a conservé des fonds appartenant à ses clients.

La profession de représentant est fondée sur la confiance qui doit exister entre le représentant et son client. Cette confiance ne peut être justifiée que lorsque le représentant est probe, surtout que le représentant est amené à recevoir les fonds de ses clients.

La Commission peut-elle être certaine que M. Bouchard ne recommencera pas si elle lui accorde une nouvelle inscription? M. Bouchard a déjà récidivé, et seulement un peu plus d'un an après son congédiement de Walwyn Stodgell, ce qui constituait pourtant un avertissement sévère. Toutes les assurances de M. Bouchard ne peuvent apaiser les doutes suscités par ses actes passés. Comme la Bourse l'a mentionné dans son argumentation, il n'y a pas de système de contrôle qui pourrait empêcher M. Bouchard de s'approprier les fonds de ses clients à nouveau.

La Commission conclut que la Bourse a bien exercé les pouvoirs qui lui avaient été délégués. La Bourse doit protéger les épargnants en appliquant strictement les critères établis dans l'article 151 de la Loi.

En conséquence, la Commission confirme la décision rendue par la Bourse de Montréal retirant les droits conférés par l'inscription à M. Bouchard.